

**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΘΕΣΣΑΛΙΑΣ**  
**ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ**



**Πτυχιακή Εργασία**

**Τίτλος: Νομισματικές Κρίσεις:**

**Τι υποστηρίζει η θεωρία και τι μας διδάσκει η εμπειρία.**

**Επιμέλεια: Σταμούλης Θεμιστοκλής**

**Επιβλέπων: Επίκουρος Καθηγητής, Παναγιώτης Λιαργκόβας**

**Βόλος, 30/06/2003**



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΘΕΣΣΑΛΙΑΣ**  
**ΥΠΗΡΕΣΙΑ ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗΣ & ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗΣ**  
**ΕΙΔΙΚΗ ΣΥΛΛΟΓΗ «ΓΚΡΙΖΑ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ»**

Αριθ. Εισ.: 2448/1  
Ημερ. Εισ.: 13-01-2003  
Δωρεά:  
Ταξιθετικός Κωδικός: ΠΤ ΟΕ  
2003  
ΘΕΜ

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ  
ΘΕΣΣΑΛΙΑΣ



004000070709

## Περιεχόμενα

<b>Εισαγωγή</b>	1
<b>1.Η θεωρία των Νομισματικών Κρίσεων</b>	2
1.1 Μοντέλο νομισματικής κρίσης σε καθεστώς κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών.	2
1.2 Μοντέλο νομισματικής κρίσης σε καθεστώς σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών.	4
1.2.1 Πρώτης Γενιάς Μοντέλα Νομισματικής κρίσης (P. Krugman, 1979)	5
1.2.2 Δεύτερης Γενιάς Μοντέλα Νομισματικής κρίσης: Αυτοπραγματοποιήσιμες (Self-Fulfilling) Κερδοσκοπικές Επιθέσεις (M. Obstfeld, 1986)	8
Πρώτη επέκταση του Μοντέλου του Krugman	8
Δεύτερη Επέκταση του Μοντέλου του Krugman (M. Obstfeld, 1986)	10
1.2.3 Τρίτης-Γενιάς Μοντέλα Κερδοσκοπικών Επιθέσεων (P.Krugman, 1998b)	13
<b>2.Η Εμπειρία των νομισματικών κρίσεων</b>	16
2.1 Λατινο-Αμερικάνικη Κρίση I	16
2.1.1 Η κρίση στο Μεξικό και την Αργεντινή	16
2.2 Η κρίση του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Συναλλαγματικών Ισοτιμιών (ERM)	19
2.2.1 Χρονολόγηση της κατάρρευσης του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Συναλλαγματικών Ισοτιμιών	20
2.2.2 Οι αιτίες της κρίσης του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Συναλλαγματικών Ισοτιμιών	21
2.3 Η ασιατική κρίση	23
2.3.1 Χρονολόγηση και Αιτίες της Ασιατικής κρίσης	24
2.3.2 Εξελίξεις στην Ασιατική κρίση	28
2.3.3 Εξελίξεις μετά την κρίση (μέσα του 1999)	32

2.4 Νομισματική Κρίση στη Ρωσία και στις χώρες σε μετάβαση.	33
2.4.1 Αιτίες της Ρωσικής Κρίσης	34
2.4.2 Η Ρωσική νομισματική κρίση εξαπλώνεται στις γειτονικές σε μετάβαση χώρες.	35
2.4.3 Η Ασιατική και η Ρωσική νομισματική κρίση διαδίδονται στις Ευρωπαϊκές σε μετάβαση χώρες.	36
2.5 Λατινο-Αμερικάνικη Κρίση II	38
2.5.1 Η κρίση στη Βραζιλία	38
2.6 Σχόλια για τους δείκτες των χωρών που βρέθηκαν σε κρίση	40
<b>Συμπέρασμα</b>	41
Παραπομπές	43
Βιβλιογραφία	45
Παράρτημα πινάκων	47

## Summary

This paper provides an overview of currency crises theories, as well as different currency crises episodes in the 1990s. The theoretical models of currency crises can be divided into three generations of models: first-generation models, first found in the work of P. Krugman in the 1970s, second-generation models, following M. Obstfeld's papers in the 1980s, and third-generation models developed on the basis of the Asian crisis experience. A crisis can be forestalled if it is detected in its early stage and appropriate measures are undertaken; however, this poses a great challenge that requires better co-operation between private investors and economic policy makers.

Since the exchange rate regime is a crucial element in precipitating a crisis, it is important to take into account changes in the regime. The Asian, Russian and Brazilian crises have confirmed once again that the international financial system needs to be adjusted in order to decrease the possibility of a crisis and to reduce its extent. The private sector, national governments and international financial institutions, such as the IMF, play the major role in this process.

## **Περίληψη**

Αυτή η εργασία αποτελεί μια καταγραφή της θεωρίας των νομισματικών κρίσεων καθώς επίσης και της εμπειρίας των νομισματικών κρίσεων κυρίως στη δεκαετία του 1990. Τα θεωρητικά μοντέλα των νομισματικών κρίσεων μπορούν να διαιρεθούν σε μοντέλα τριών γενεών: τα μοντέλα της πρώτης γενιάς, του P. Krugman τη δεκαετία του 1970, τα μοντέλα της δεύτερης γενιάς, που ακολουθούν τα μοντέλα του M. Obstfeld στην δεκαετία του 1980, και τα μοντέλα της τρίτης γενιάς που αναπτύχθηκαν πάνω στην βάση της εμπειρίας της Ασιατικής κρίσης. Μια κρίση μπορεί να προληφθεί εάν ανιχνευτεί στα πρώιμα στάδια της και ληφθούν κατάλληλα μέτρα. Παρ' όλα αυτά αυτό αποτελεί μια μεγάλη πρόκληση που απαιτεί καλύτερη συνεργασία ανάμεσα στους ιδιώτες επενδυτές και στους αρχιτέκτονες της οικονομικής πολιτικής.

Εφόσον το καθεστώς των συναλλαγματικών ισοτιμιών είναι ένα κρίσιμο στοιχείο στην επιτάχυνση μια κρίσης, είναι σημαντικό να λάβουμε υπ όψιν τις αλλαγές στο καθεστώς. Οι κρίσεις στην Ασία, τη Ρωσία και τη Βραζιλία έχουν επιβεβαιώσει άλλη μια φορά ότι το διεθνές οικονομικό σύστημα χρειάζεται να προσαρμοσθεί με σκοπό να μειωθεί η πιθανότητα μιας κρίσης και να μειωθεί η επέκτασή της. Ο ιδιωτικός τομέας, οι εθνικές κυβερνήσεις και τα διεθνή οικονομικά ιδρύματα, όπως το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (IMF), παίζουν το μεγαλύτερο ρόλο στην εξέλιξη αυτή.

## Εισαγωγή

Μολονότι η θεωρία των συναλλαγματικών κρίσεων και των κρίσεων του ισοζυγίου πληρωμών (κερδοσκοπικές επιθέσεις στο συνάλλαγμα που οδηγούν σε έντονες υποτιμήσεις νομισμάτων ή εξάντληση των διεθνών αποθεμάτων) άρχισε επίσημα με τα έγγραφα του Paul Krugman στα 1970, το ενδιαφέρον σ' αυτή την περιοχή ανανεώθηκε στα 1990, αρχίζοντας ένα νέο κύμα μοντέλων και ερμηνειών αυτών των κρίσεων. Η δεκαετία του 1990 είδε ένα μεγάλο αριθμό κρίσεων, αρχίζοντας με την κρίση του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Συναλλαγματικών Ισοτιμιών (ERM) στα 1994/95, περνώντας στην κρίση «tequila» του Μεξικού στα 1994/95, και φτάνοντας έως την Ασιατική κρίση στα 1997/98, τη Ρωσική κρίση το 1998 και την κρίση στη Βραζιλία στα 1998/99.

Ο λόγος για ένα τέτοιο μεγάλο αριθμό κρίσεων είναι η αυξημένη παγκοσμιοποίηση και η κινητικότητα του κεφαλαίου στην παγκόσμια αγορά, η φιλελευθεροποίηση των τρεχουσών συναλλαγών και των κεφαλαίων που δεν προσαρμόζονται με την φιλελευθεροποίηση και τις αναβαθμίσεις των άλλων οικονομικών μεγεθών, η ανάδυση πολλών καινούριων αγορών, οι προσανατολιζόμενες στην αγορά χώρες σε μετάβαση, και η εξασθένιση του διεθνούς νομισματικού συστήματος εξαιτίας της εγκατάλειψης των διεθνών τιμών συναλλάγματος που στηρίζονταν στο αμερικάνικο δολάριο στην αρχή της δεκαετίας του 1970.

Συνεπώς, θα είναι χρήσιμο να μελετήσουμε τη θεωρητική βάση της συναλλαγματικής κρίσης με την περιγραφή των πιο σημαντικών μοντέλων (πρώτο τμήμα της εργασίας), καθώς και ορισμένα επεισόδια συναλλαγματικών κρίσεων (δεύτερο τμήμα).

## 1. Η θεωρία των Νομισματικών Κρίσεων

### 1.1 Μοντέλο νομισματικής κρίσης σε καθεστώς κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών.

Η εξίσωση του συναλλάγματος μπορεί να γραφεί με την ακόλουθη μορφή, σύμφωνα με το μοντέλο πληθωρισμού του Cagan (Cagan, 1956):

$$m_t - p_t = -\eta \times i_{t+1} + \varphi \times y_t \quad (1)$$

όπου  $m$  είναι ο νεπέριος λογάριθμος του χρήματος,  $p$  είναι ο νεπέριος λογάριθμος του επιπέδου τιμών,  $i$  είναι ο λογάριθμος του ονομαστικού επιτοκίου (είτε  $t$  είτε  $t+1$  περίοδος ανάλογα με τον σχηματισμό των προσδοκιών), και  $y$  είναι ο νεπέριος λογάριθμος του πραγματικού ΑΕΠ.<sup>1</sup> Οι συντελεστές  $\eta$  και  $\varphi$  αναπαριστούν την ελαστικότητα του τόκου και την ελαστικότητα του εισοδήματος αντίστοιχα.

Στην εξίσωση (1) υποθέτουμε ότι υπάρχει ισορροπία στην αγορά χρήματος, δηλαδή η ζήτηση χρήματος ισοδυναμεί με την προσφορά,  $m_t^d = m_t^s$

Επιπλέον, η αγοραστική ισοτιμία καθορίζει την τιμή συναλλάγματος:

$$P_t = \varepsilon \cdot P_t^* \Leftrightarrow p_t = e_t + p_t^* \quad (2)$$

όπου  $P$  είναι το εγχώριο επίπεδο τιμών,  $P^*$  το διεθνές επίπεδο τιμών<sup>2</sup>,  $\varepsilon$  η ονομαστική τιμή συναλλάγματος,  $e$  ο λογάριθμος της τιμής συναλλάγματος, και  $p$  και  $p^*$  λογάριθμοι των εγχώριων και διεθνών επιπέδων τιμών, αντίστοιχα.

Η σχέση ανάμεσα στα επιτόκια και την τιμή συναλλάγματος προκύπτει μέσα από την ισοτιμία επιτοκίων, θεωρώντας έναν υψηλό βαθμό κινητικότητας κεφαλαίου:

$$1 + i_{t+1} = (1 + i_{t+1}^*) \frac{E(\varepsilon_{t+1})}{\varepsilon_t} \quad (3)$$



$$i_{t+1} = i_{t+1}^* + E_t(e_{t+1}) - e_t \quad (4)$$

Σ' αυτή την εξίσωση, το  $E$  αναπαριστά τις προσδοκίες. Η εξίσωση 4 είναι η εξίσωση 3 σε λογαριθμική μορφή. Τα  $i$  και  $i^*$  αναπαριστούν τα μη λογαριθμικά εγχώρια και διεθνή επιτόκια στην εξίσωση 3 και τα λογαριθμικά εγχώρια και διεθνή επιτόκια στην εξίσωση 4<sup>3</sup> αντίστοιχα.

Από τις εξισώσεις (1), (2) και (4) προκύπτει η παρακάτω σχέση:

$$(m_t - p_t + ni_{t+1}^* - \phi y_t) = -n[E_t(e_{t+1}) - e_t] \quad (5)$$

Η αριστερή πλευρά της εξίσωσης (5) περιλαμβάνει τις θεμελιώδεις μακροοικονομικές μεταβλητές (ισορροπία πραγματικού χρήματος, επιτόκια<sup>4</sup>, και εγχώριο προϊόν) που επηρεάζουν την τιμή του συναλλάγματος στη παρούσα περίοδο  $t$  ( $e_t$ ). Η δεξιά πλευρά δείχνει την επίδραση των προσδοκιών στη διαμόρφωση της τιμής του συναλλάγματος. Η τιμή συναλλάγματος στην περίοδο  $t$  καθορίζεται από την παρακάτω σχέση:

$$e_t = \frac{1}{n} [(m_t - p_t + ni_{t+1}^* - \phi y_t) - nE_t(e_{t+1})] \quad (6)$$

δηλαδή, από την τιμή των θεμελιωδών μεταβλητών στην τρέχουσα περίοδο και τις μελλοντικές προσδοκίες της τιμής συναλλάγματος στην περίοδο  $t$ . Η εξίσωση (6) μπορεί να λυθεί με μια μέθοδο από μη καθορισμένους συντελεστές που χρησιμοποιείται για να λύσει τα δυναμικά ορθολογικά μοντέλα προσδοκιών. Η λογική είναι η ακόλουθη: το επιτόκιο στην περίοδο  $t$  επηρεάζεται από την αξία των θεμελιωδών μεταβλητών στην τρέχουσα περίοδο και από τις μελλοντικές προσδοκίες των τιμών συναλλάγματος στην περίοδο  $t$ . Εφόσον οι μελλοντικές προσδοκίες των τιμών συναλλάγματος επηρεάζονται επίσης από την προηγούμενη αντίληψη του επιτοκίου (εως το  $e_t$ ), καθώς επίσης και την αντίληψη της λειτουργίας των τιμών συναλλάγματος (υπόθεση του PPP και ισοτιμία επιτοκίων), η πλήρης εξίσωση για τις τιμές συναλλάγματος την τρέχουσα περίοδο δίνεται από την πρόσθεση των

προσδοκιών όλων των προηγούμενων περιόδων, που επηρεάζονται από την αξία των θεμελιωδών μεταβλητών όλων των προηγούμενων περιόδων.

$$e_t = \frac{1}{1+n} \sum_{s=t}^{\infty} \left( \frac{n}{1+n} \right)^{t-s} \cdot E_t \{ m_t - \phi y_s + n \cdot i_{s+1}^* - p_s \} \quad (7)$$

Αυτό είναι το βασικό μοντέλο για ένα τελείως ευέλικτο καθεστώς με πλήρη κινητικότητα κεφαλαίου. Στο πιο πάνω πλαίσιο, θεωρητικά δεν θα έπρεπε να υπάρχει επίθεση στο συνάλλαγμα, εφόσον αλλαγές στις θεμελιώδεις μεταβλητές αντικατοπτρίζονται άμεσα στις αλλαγές των επιτοκίων (αυτό είναι ένα χαρακτηριστικό του καθεστώτος του συναλλάγματος παρά του μοντέλου). Αυτό επιτρέπει συζήτηση μόνο για το πώς οι αλλαγές ή άλλοι τύποι προσδοκιών μπορούν να επηρεάσουν την ισορροπία της τιμής συναλλάγματος<sup>5</sup>.

## 1.2 Μοντέλο νομισματικής κρίσης σε καθεστώς σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών.

Το σημείο αναφοράς στην συζήτηση για το μοντέλο συναλλαγματικής κρίσης κάτω από καθεστώς σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών είναι η προσέγγιση της εξίσωσης συναλλάγματος του P. Cagan (οι εξισώσεις 5 και 6 δείχνουν τη σχέση μεταξύ χρήματος και συναλλάγματος):

$$m_t - e_t = -n \cdot \dot{e}_t$$

$$\dot{e}_t = \frac{de_t}{dt} = \frac{d\varepsilon_t}{dt} \cdot \frac{1}{\varepsilon_t} \quad (8)$$

απ' τις οποίες προκύπτει η ακόλουθη:

$$m_t = f(e_t) \Leftrightarrow \overline{m_t} = \overline{e_t} \quad (9)$$

η οποία σημαίνει ότι η ισοτιμία του συναλλάγματος που υποδηλώνουν καθορίζει τη νομισματική πολιτική, η οποία γίνεται και η συνάρτηση του συναλλάγματος.

Η βάση του χρήματος ισοδυναμεί με την προσφορά χρήματος, σύμφωνα με τον πιο

στενό προσδιορισμό ( $M_1$ ), εφόσον η επιρροή του πολλαπλασιαστή σ' αυτό το μοντέλο αγνοείται για λόγους απλότητας, δηλαδή ο πολλαπλασιαστής θεωρείται ισοδύναμος με το ένα (συνεπώς, μόνο το  $M$  θα γραφεί, αφήνοντας έξω τον δείκτη 1). Η προσφορά του χρήματος αποτελείται από ένα τμήμα εγχώριων και ένα τμήμα ξένων αποθεμάτων (σύμφωνα με τον ισολογισμό της κεντρικής τράπεζας):

$$M_t = B_{H,t} + \varepsilon \cdot B_{F,t} \quad (10)$$

### 1.2.1 Πρώτης Γενιάς Μοντέλα Νομισματικής κρίσης (P. Krugman, 1979)

Η υποτιθέμενη πηγή της ανισορροπίας στα μοντέλα πρώτης γενιάς προέρχεται από έναν ελλειμματικό προϋπολογισμό που αυξάνεται με ένα ρυθμό  $\mu$  και χρηματοδοτείται μέσα απ' την αύξηση της εγχώριας πίστωσης:

$$\frac{\dot{B}_H}{B_H} = \dot{b}_H = \mu$$

το  $\mu$  δείχνει το βαθμό αύξησης της εγχώριας πίστωσης.

Με σκοπό να διατηρήσουμε την τιμή συναλλάγματος σε ένα σταθερό επίπεδο (στο καθεστώς σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών), μια κεντρική τράπεζα πρέπει να μειώσει τα διεθνή αποθέματα  $B_F$  έως την τέλεια εξάντλησή τους,  $B_{F,t} = 0$ . Σ' αυτό το σημείο, η προηγούμενη καθιερωμένη ισοτιμία του συναλλάγματος δεν μπορεί να προστατευτεί κι έτσι γίνεται υποτίμηση.

Παρ' όλα αυτά ακόμα και πριν απ' το σημείο όπου ισχύει  $B_{F,t} = 0$  οι κερδοσκόποι θα εκτιμήσουν σωστά τις εξελίξεις των θεμελιωδών μακροοικονομικών μεταβλητών (σ' αυτό το παράδειγμα, τον βαθμό αύξησης της προσφοράς χρήματος) και θα αρχίσουν να πουλάνε εγχώριο νόμισμα και να αγοράζουν ξένο συνάλλαγμα με σκοπό να αποφύγουν τις απώλειες όταν γίνει η αποτίμηση. Μ' αυτό τον τρόπο, οι πράξεις των κερδοσκόπων (ανταλλάσσοντας εγχώριο συνάλλαγμα με ξένο) θα προκαλέσουν μια κερδοσκοπική επίθεση στο εγχώριο συνάλλαγμα και μια πιο ραγδαία εξάντληση των διεθνών αποθεμάτων, οδηγώντας σε μια πρώιμη υποτίμηση.

Αυτό είναι το κύριο χαρακτηριστικό των μοντέλων της πρώτης γενιάς της

νομισματικής κρίσης. Σύμφωνα με τα θεωρήματα των μοντέλων της πρώτης γενιάς, η κύρια αιτία της κερδοσκοπίας και των πιέσεων σε ένα νόμισμα είναι οι μη ευνοϊκές εξελίξεις σε μερικές από τις θεμελιώδεις μακροοικονομικές μεταβλητές. Συνεπώς, είναι δυνατό να προβλέψεις μια νομισματική κρίση μέσω των δυσμενών κινήσεων που παρατηρείται στα θεμελιώδη μακροοικονομικά μεγέθη. Ο Krugman (Krugman, 1979) εισήγαγε τα μοντέλα της πρώτης γενιάς, που επιχείρησαν να καθορίσουν το χρόνο που θα συμβεί μια κερδοσκοπική επίθεση.

Η στιγμή μιας κερδοσκοπικής επίθεσης στο μοντέλο του Krugman καθορίζεται από την εμφάνιση της «σκιάδους συναλλαγματικής ισοτιμίας» (shadow exchange rate) δηλαδή τη συναλλαγματική ισοτιμία που θα επικρατήσει στην αγορά όταν τα αποθέματα θα εξαντληθούν, ή στην ισοτιμία εκείνη της αγοράς στην οποία μια κεντρική τράπεζα δεν μπορεί άλλο πια να υποστηρίξει την τιμή συναλλάγματος. Η εξίσωση 10 της προσφοράς χρήματος, με  $B_{F,t}=0$  δίνει:

$$M_t = B_{H,t} + 0 \quad (12)$$

ή εκφραζόμενη με λογάριθμους :

$$m_t = b_{H,t} \quad (13)$$

η οποία, όταν ενσωματώνεται στην κατά προσέγγιση εξίσωση συναλλαγματικών ισοτιμιών του Cagan (8) δίνει:

$$b_{H,t} - e = -n\dot{e}_t \quad (14)$$

από την οποία βγαίνει η «σκιάδης συναλλαγματική ισοτιμία»

$$\tilde{e} = b_{H,t} = \eta \cdot \mu \quad (15)$$

Εφόσον δεν έχουν μείνει αποθέματα, το  $\mu$  είναι επίσης ο βαθμός υποτίμησης της «σκιάδους συναλλαγματικής ισοτιμίας». Θα πρέπει επίσης να ληφθεί υπ όψιν ότι

$$\varepsilon \cdot \dot{B}_F = - \dot{B}_H \quad (16)$$

δηλαδή ο βαθμός ανταλλαγής του εγχώριου τμήματος της προσφοράς χρήματος είναι το αντίθετο του βαθμού ανταλλαγής του ξένου τμήματος της προσφοράς χρήματος.

Μια κερδοσκοπική επίθεση συμβαίνει όταν η «σκιώδης συναλλαγματική ισοτιμία» γίνεται ίση με την σταθερή ισοτιμία, εφόσον οι απώλειες και τα κέρδη από το διαχρονικό arbitrage (το να πουλάς εγχώριο συνάλλαγμα και να αγοράζεις ξένο συνάλλαγμα στην αρχή, με σκοπό να κάνεις το αντίθετο αργότερα) είναι ίσα.

Ο ρυθμός αύξησης της εγχώριας πίστωσης είναι:

$$b_{H,t} = b_{H,0} + \mu t \quad (17)$$

Εφόσον η πραγματική τιμή συναλλάγματος ισοδυναμεί , με τη «σκιώδη συναλλαγματική ισοτιμία» τη στιγμή της κερδοσκοπικής επίθεσης, μπορεί να γραφεί ως:

$$\tilde{e} = \tilde{e} \Rightarrow \tilde{e} = b_{H,0} + \mu \cdot t + \eta \cdot \mu \quad (18)$$

όπου η στιγμή της αλλαγής του συναλλαγματικού καθεστώτος

$$t = \frac{\tilde{e} - b_{H,0} - \eta \cdot \mu}{\mu} \quad (19)$$

είναι επίσης η εξίσωση της κερδοσκοπικής επίθεσης. Η εξίσωση δείχνει ότι η στιγμή της κερδοσκοπικής επίθεσης βασίζεται στις εξελίξεις των θεμελιωδών μακροοικονομικών μεταβλητών (εδώ, η αύξηση του ελλείμματος του προϋπολογισμού σύμφωνα με το αρχικό θεώρημα).

Τα μοντέλα πρώτης γενιάς εξηγούν την νομισματική κρίση σαν αποτέλεσμα ασυγκράτητων εξελίξεων στις θεμελιώδεις μακροοικονομικές μεταβλητές - όπως υπερβολικά επεκτατική οικονομική πολιτική, σημαντική υποτίμηση του νομίσματος σε πραγματικούς όρους, μεγάλο και αυξανόμενο έλλειμμα του ισοζυγίου πληρωμών, υπερβολικές επενδύσεις σε επικίνδυνα και χαμηλού κέρδους επενδυτικά σχέδια, καθώς επίσης και ανεπαρκής επίβλεψη των κανονισμών του τραπεζικού και

οικονομικού συστήματος. Όλα αυτά μεγαλώνουν τη διαφορά ανάμεσα στις υποσχέσεις και στον επιδιωκόμενο στόχο της νομισματικής πολιτικής, απ' τη μία πλευρά, και κρατώντας αυτές τις υποσχέσεις απ' την άλλη, υπονομεύεται η αξιοπιστία της νομισματικής πολιτικής και συνεπώς αυτό μπορεί να πυροδοτήσει μια κρίση( Blejer,1998). Υπό τον όρο ότι οι προσδοκίες είναι ορθολογικές και επιτρέπουν την πρόβλεψη, σύμφωνα με το μοντέλο του Krugman και τα μοντέλα της πρώτης γενιάς, το ακριβές σημείο της επίθεσης σ' ένα νόμισμα μπορεί να προσδιοριστεί<sup>6</sup>.

### **1.2.2 Δεύτερης Γενιάς Μοντέλα Νομισματικής κρίσης:**

**Αυτοπραγματοποιήσιμες (Self-Fulfilling) Κερδοσκοπικές Επιθέσεις  
(M. Obstfeld, 1986)**

Τα δεύτερης γενιάς μοντέλα νομισματικής κρίσης επικεντρώνονται στις προσδοκίες, στη συνοχή των προσδοκιών και στο κίνητρο που προκαλεί τις προσδοκίες να κινηθούν προς την ίδια κατεύθυνση ανεξάρτητα από την κατάσταση των θεμελιωδών μακροοικονομικών μεταβλητών. Μ' άλλα λόγια, δίνουν περισσότερο έμφαση στην ίδια την αγορά αντί να επικεντρωθούν στην κυβερνητική οικονομική πολιτική,. Τα μοντέλα δεύτερης γενιάς παρουσιάζουν μια συνέχιση της δουλειάς του Krugman και γενικότερα των μοντέλων της πρώτης γενιάς.

#### **Πρώτη επέκταση του Μοντέλου του Krugman**

Ακόμη κι αν οι θεμελιώδεις μεταβλητές , δηλαδή οι εξελίξεις, δεν είναι ιδιαίτερα δυσμενείς, μια κερδοσκοπική επίθεση μπορεί να συμβεί.

Η παρακάτω εξίσωση δείχνει την κατάσταση πριν την επίθεση:

$$B_{H,t} = B_{H,0} + \mu_0 \times t \quad (20)$$

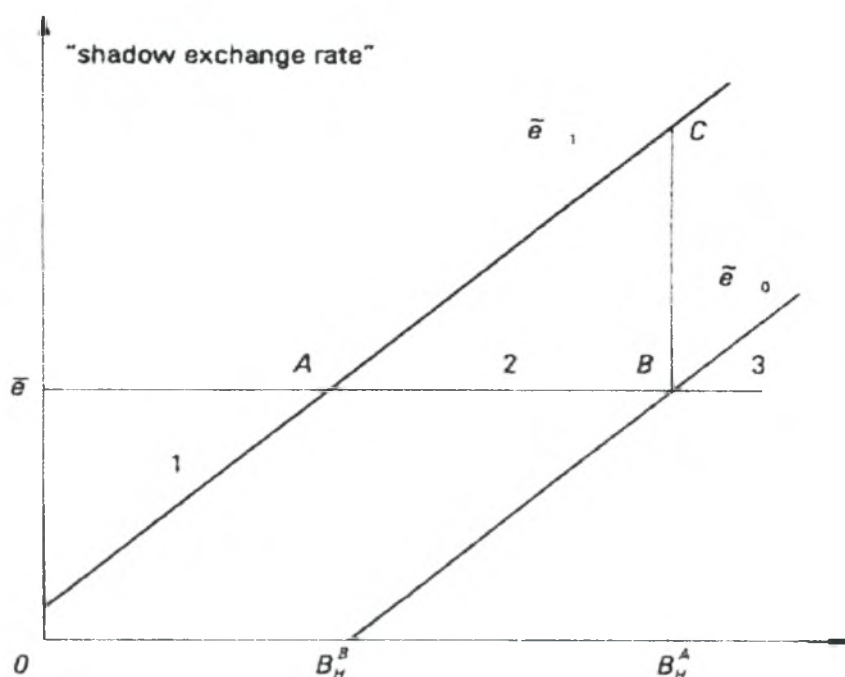
Η επίθεση συμβαίνει στο σημείο τ. Η κατάσταση μετά την επίθεση δίνεται απ' την παρακάτω εξίσωση:

$$B_{H,t+\tau} = B_{H,T} + \mu_1 \times (t+\tau) \quad (21)$$



Αυτό το εκτεταμένο μοντέλο υπονοεί ότι οι πράξεις της κυβέρνησης ή της κεντρικής τράπεζας καθορίζονται από την ύπαρξη της επίθεσης.

Σχήμα 1



Η απόσταση 1 στο σχήμα 1 (έως το σημείο A) δείχνει την καμπύλη χωρίς την επίθεση, ενώ η απόσταση 3 (από το σημείο B και μετά) δείχνει την καμπύλη της ταυτόχρονης επίθεσης.

Η καμπύλη 1 αναπαριστά την περίπτωση όπου δεν υπάρχουν κερδοσκοπικές επιθέσεις, εφόσον οι θεμελιώδεις μακροοικονομικές μεταβλητές είναι συνεπείς με τη σταθεροποιημένη τιμή συναλλάγματος. Στην καμπύλη 3, οι επιθέσεις συμβαίνουν με συνοχή(ταυτόχρονα και προς την ίδια κατεύθυνση) και υπάρχει κερδοσκοπικό όφελος, που είναι ίσο με τη διαφορά ανάμεσα στις δύο καμπύλες (τμήμαBC).

Η ενδιάμεση καμπύλη είναι μια ευαίσθητη περιοχή, μια περιοχή όπου ισχύουν τα ακόλουθα: α) εάν οι προσδοκίες δεν είναι οι ίδιες για μεγάλο αριθμό επενδυτών, το καθεστώς σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών θα διατηρηθεί, β) εάν οι προσδοκίες είναι οι ίδιες για μεγάλο αριθμό επενδυτών, (της ίδιας κατεύθυνσης) μια αυτοπραγματοποίησημη (self-fulfilling) επίθεση θα συμβεί (προκαλούμενη αποκλειστικά από τις προσδοκίες κι όχι τόσο πολύ από τα χαμηλά επίπεδα των θεμελιωδών μακροοικονομικών μεταβλητών).

Έχουμε κάνει την υπόθεση ότι υπάρχει μεγάλος ανταγωνισμός στην αγορά ξένου

συναλλάγματος (δηλαδή, ότι δεν υπάρχουν μεγάλοι μέτοχοι, όπως ο κ. Soros). Πολιτικά γεγονότα ή κυβερνητική πολιτική μπορεί να επιφέρουν στρέβλωση των προσδοκιών και να πυροδοτήσουν μια κερδοσκοπική επίθεση.

### Δεύτερη Επέκταση του Μοντέλου του Krugman (M. Obstfeld, 1986)

Αυτή η επέκταση του μοντέλου εξετάζει το κίνητρο της κυβέρνησης να αλλάξει την πολιτική της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Η κυβέρνηση επιδιώκει να επιτύχει την δική της συναλλαγματική πολιτική ελαχιστοποιώντας την συνάρτηση απώλειας ωφέλειας:

$$L = \frac{\Theta}{2} \delta + \left( \frac{\delta - E(\delta) - u - k}{2} \right)^2 \quad (22)$$

όπου L-είναι μια συνάρτηση απώλειας κοινωνικού οφέλους δ-(σκιώδης) υποτίμηση του συναλλάγματος, k-οικονομικός διαταρακτικός παράγοντας που αναπαριστά τον (εκτιμώμενο) μηχανισμό μετάβασης, Θ-σχετικό βάρος υποτίμησης (πληθωρισμός), και u-ένας τυχαίος όρος. Η παρένθεση στην δεξιά πλευρά της εξίσωσης (22) είναι μια συνάρτηση απώλειας του τύπου Kydland-Prescott.

Αυτό το μοντέλο αντικατοπτρίζει επίσης την αξιοπιστία της οικονομικής πολιτικής. Η κυβέρνηση θεωρείται αξιόπιστη, όσον αφορά την συναλλαγματική της πολιτική, εάν αυτή διατηρεί σταθερή την συναλλαγματική ισοτιμία. Αντίστοιχα, η κυβέρνηση μπορεί να προσκολληθεί στον κανόνα του σταθερού συναλλάγματος (δηλαδή να υποστηρίξει το καθεστώς των σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών), ή να τον εγκαταλείψει όταν χειροτερέψει η κατάσταση (όταν η αξία των θεμελιωδών μεταβλητών αρχίζει να συμβιβάζεται με το προκαθορισμένο επίπεδο της σταθερής τιμής συναλλάγματος)

Για την κυβέρνηση που προσκολλάται στον κανόνα των σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών ισχύει η ακόλουθη σχέση:

$$L^R < L^D + C \quad (23)$$

όπου οι απώλειες της προσκόλλησης στον κανόνα των σταθερών ισοτιμιών  $L^R$



πρέπει να είναι μικρότερες απ' το ποσό των απωλειών όταν επιδιώκεται πολιτική διαφορετική από αυτή των σταθερών ισοτιμιών,  $L^D$  και από το χάσιμο της αξιοπιστίας,  $C$ .

Μια κερδοσκοπική επίθεση συμβαίνει όταν ισχύει η ακόλουθη σχέση:

$$L^R(u) = L^D(u) + C \quad (24)$$

δηλαδή, το χάσιμο που εμφανίζεται απ' την διατήρηση του καθεστώτος απλά ισοδυναμεί με το ποσό των απωλειών που προκλήθηκε εξαιτίας της διαφορετικής των σταθερών ισοτιμιών πολιτικής και το χάσιμο της αξιοπιστίας.

Αυτό το μοντέλο θεωρείται ότι παρέχει την καλύτερη εξήγηση για την κρίση του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Συναλλαγματικών Ισοτιμιών το 1992, όταν τα αρνητικά αποτελέσματα του δημοψηφίσματος στην Δανία και την Γαλλία για την προσχώρηση στην Ευρωπαϊκή κοινότητα αποτέλεσαν ένα πιθανό έναυσμα για κερδοσκοπικές επιθέσεις στην Ιταλική λίρα, την Βρετανική λίρα, την Σουηδική κορώνα και το Φιλανδέζικο markka (τα πιο αδύναμα νομίσματα στο σύστημα εκείνο τον καιρό).

Τα μοντέλα δεύτερης γενιάς αναπτύχθηκαν ακολουθώντας την κρίση του ERM το 1992/1993, όταν δεν μπορούσαν να παρατηρηθούν καθόλου κρίσιμες εξελίξεις στις θεμελιώδεις μακροοικονομικές μεταβλητές. Αυτά τα μοντέλα τονίζουν την επίδραση των αυτοπραγματοποιήσεων (self-fulfilling) προσδοκιών και τον πανικό της αγοράς σχετικά με την πορεία του νομίσματος, καθώς επίσης και την επίδραση των «υπευθύνων» που είναι η αιτία για τη δημιουργία αυτού του πανικού.

Σύμφωνα με τα μοντέλα δεύτερης γενιάς, μια νομισματική κρίση συμβαίνει εξαιτίας : 1) των αυτοπραγματοποιήσεων (self-fulfilling) προσδοκιών, 2) της ορθολογικής συμπεριφοράς του όχλου, και 3) της μετάδοσής της (Blejer, 1998).

Οι αλληλένδετες αυτοπραγματοποιήσιμες (self-fulfilling) προσδοκίες μπορεί να βασίζονται στην παρερμηνευση της νομισματικής πολιτικής (καθώς επίσης και σε άλλες πολιτικές) καθώς και σε πολλά άλλα κίνητρα, όπως τα πολιτικά σκάνδαλα και οι αρνητικές επίσημες στατιστικές αναφορές για την οικονομική κατάσταση στη χώρα. Η κερδοσκοπική συμπεριφορά στις αγορές ξένου συναλλάγματος, συμπεριλαμβάνοντας περίπου τον ίδιο αριθμό αισιόδοξων και απαισιόδοξων μετόχων και λαμβάνοντας υπ όψιν τις κινήσεις των τιμών του συναλλάγματος, μπορεί να οδηγήσει στην σταθεροποίηση των διακυμάνσεων του συναλλάγματος. Παρόλα αυτά, εάν για οποιοδήποτε λόγο επικρατεί ο αριθμός των απαισιόδοξων μετόχων

που περιμένουν μια υποτίμηση στο διεθνές νόμισμα, θα προκληθεί τελικά υποτίμηση.

Τα μοντέλα του «όχλου» βασίζονται στο κόστος της συγκέντρωσης πληροφοριών για τους μικροεπενδυτές. Η πλειοψηφία της αγοράς (που αποτελείται απ' τους μικροεπενδυτές) ακολουθεί τους μεγαλομετόχους στις επενδύσεις τους (που θεωρούνται ότι είναι καλά πληροφορημένοι) ή γενικά την τάση της αγοράς.

Η μετάδοση της κρίσης σε άλλες χώρες κοντά στην περιοχή όπου αρχικά εμφανίστηκε είναι αποτέλεσμα των οικονομικών και εμπορικών σχέσεων που υπάρχουν μεταξύ αυτών των χωρών. Η νομισματική κρίση σε μια χώρα τελικά θα έχει μια δυσμενή επίδραση στις θεμελιώδεις μακροοικονομικές μεταβλητές μιας άλλης χώρας, αυξάνοντας έτσι την πιθανότητα του να προκληθεί μια νομισματική κρίση στην δεύτερη χώρα.

Τα μοντέλα δεύτερης γενιάς περιγράφουν με ακρίβεια τις εξελίξεις που προηγούνται της νομισματικής κρίσης. Οι πιο αξιόπιστες θεωρίες για τη νομισματική κρίση έχουν αποτέλεσμα εάν τα μοντέλα της δεύτερης γενιάς είναι κατανοητά σαν συμπλήρωμα των μοντέλων της πρώτης γενιάς. Οι θεμελιώδεις μακροοικονομικές μεταβλητές αντικατοπτρίζουν την τρέχουσα οικονομική πολιτική της κυβέρνησης, τους οικονομικούς της στόχους και τις μεθόδους της για να πετύχει αυτούς τους στόχους. Το καθεστώς του συναλλάγματος ανακοινώνεται συνήθως δημόσια και νομιμοποιείται για μεγάλες χρονικές περιόδους, ιδιαίτερα για τα καθεστώτα σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών. Όσο πιο μεγάλη είναι η απόκλιση της τρέχουσας οικονομικής πολιτικής απ' τη βέλτιστη πολιτική που είναι συνεπής με τη διατήρηση της σταθερότητας του συναλλαγματικού καθεστώτος που έχει ανακοινωθεί, τόσο μεγαλύτερη είναι η πιθανότητα επίθεσης στο νόμισμα και της νομισματικής κρίσης. Η επίθεση στο νόμισμα και η νομισματική κρίση συμβαίνουν σαν μια αλληλεπίδραση ανάμεσα στην κυβερνητική πολιτική και την αγορά, μέσω μιας σειράς κυβερνητικών μέτρων και της ανταπόκρισης της αγοράς σ' αυτά. Εάν επικρατεί απαισιοδοξία στην αγορά, όσον αφορά την ικανότητα της κυβέρνησης να υπερασπιστεί το υπάρχων καθεστώς συναλλαγματικών ισοτιμιών, και πίεση στην αγορά ξένου συναλλάγματος που προκαλεί υποτίμηση, η κυβέρνηση θα επιχειρήσει να υποστηρίξει το συνάλλαγμα πουλώντας διεθνή αποθέματα. Γιατί μια νομισματική κρίση δεν ξετυλίγεται αμέσως μόλις η πολιτική της κυβέρνησης αρχίζει να παρεκκλίνει απ' τη προσδοκώμενη βέλτιστη πολιτική για την διατήρηση του καθεστώτος του συναλλάγματος; Πιθανόν εξαιτίας ποικίλων μακροοικονομικών προστριβών, όπως: το συναλλαγματικό κόστος, δυσκολίες στον προσδιορισμό του

μεγέθους της πίστωσης που προκαλεί νομισματικές επιθέσεις, και το γεγονός ότι πολλοί δείκτες της κυβερνητικής οικονομικής πολιτικής είναι διαθέσιμοι μετά από μεγάλη καθυστέρηση. Αντίστοιχα, έχει δοθεί μεγάλη έμφαση στο ρόλο διαφόρων γεγονότων, κυρίως πολιτικών, που διαστρεβλώνουν τις προσδοκίες στην αγορά. Αυτό έχει αναγκάσει τους οικονομικούς αναλυτές να επανεξετάσουν τις απόψεις τους για την κυβερνητική οικονομική πολιτική και την συνέπεια αυτών των απόψεων με το υποσχόμενο συναλλαγματικό καθεστώς<sup>7</sup>.

### **1.2.3 Τρίτης-Γενιάς Μοντέλα Κερδοσκοπικών Επιθέσεων (P.Krugman, 1998b)**

Τα μοντέλα αυτής της γενιάς αναπτύχθηκαν μετά την Ασιατική κρίση το 1997. Επιχειρούν να συσχετίσουν τα γενικά προβλήματα στον τραπεζικό και οικονομικό τομέα με τη νομισματική κρίση, βασισμένα στην εμπειρία αυτών των χωρών που χτυπήθηκαν από τη νομισματική κρίση σαν συνέπεια άλλων προβλημάτων.

Το έγγραφο του P. Krugman (1998b) περιγράφει μια επενδυτική φούσκα και την έκρηξη αυτής της φούσκας - μια κατάρρευση στις ασφαλιστικές αγορές. Το μοντέλο είναι πραγματικό, και μπορεί να εξηγήσει τα προβλήματα των ξένων χρεών και τη νομισματική κρίση στις χώρες της Ανατολικής Ασίας το 1997.

Αυτή η προσέγγιση βασίζεται σε ένα μοντέλο ανάπτυξης με πλήρη κινητικότητα κεφαλαίου, ελεύθερη εισροή και εκροή κεφαλαίου. Η κυβέρνηση εγγυάται επενδύσεις σε υπερτιμημένες εταιρικές μετοχές - οι τράπεζες είναι κυρίως υποκαταστήματα ξένων τραπεζών ή δανείζονται χρήματα απ' την διεθνή κεφαλαιαγορά με σκοπό να επεκτείνουν τα δάνεια των εταιρειών στην εγχώρια αγορά. Η κυβέρνηση δίνει εγγυήσεις (δικαιώματα) στις τράπεζες σε μια προσπάθεια να προσελκύσει τις ξένες τράπεζες και τις ξένες επενδύσεις και να διατηρήσει την ομαλότητα του οικονομικού συστήματος. Παρ' όλα αυτά, η κυβέρνηση δεν αυξάνει τον έλεγχο των διαφόρων οικονομικών παραγόντων και σοβαρά προβλήματα λαμβάνουν χώρα.

Το μοντέλο περιλαμβάνει δύο περιόδους. Στην πρώτη περίοδο οι εταιρείες αγοράζουν κεφάλαιο και το χρησιμοποιούν για παραγωγή στην δεύτερη περίοδο.

Η συνάρτηση παραγωγής είναι σε μορφή δευτεροβάθμιας εξίσωσης:

$$Q = (A + u)K - BK^2 \quad (25)$$

όπου το  $u$  αναπαριστά μια τυχαία ποσότητα η οποία εισάγει αβεβαιότητα (ρίσκο) στην επενδυτική απόφαση, το  $K$  αναπαριστά το ποσό του κεφαλαίου και τα  $A$  και  $B$  είναι οι παράμετροι της συνάρτησης.

Αυτό το μοντέλο ισχύει για μια μικρή ανοιχτή οικονομία που μπορεί να δανειστεί με σταθερό διεθνές επιτόκιο ισοδύναμο με  $1$ , ενώ το εγχώριο πραγματικό επιτόκιο ισοδυναμεί με μηδέν.

Ένας παραγωγός θα παράγει την βέλτιστη ποσότητα και η αποζημίωση για το δανειζόμενο κεφάλαιο ( $r$ ) θα ισοδυναμεί με το οριακό προϊόν του κεφαλαίου ( $dQ/dK$ ):

$$r = A + u - 2BK \quad (26)$$

Εάν δεν υπάρχουν εμπόδια, το κεφάλαιο θα επενδυθεί έως το σημείο όπου η αναμενόμενη απόδοση του κεφαλαίου γίνεται ισοδύναμη με το δανειζόμενο κόστος του,  $1$ . Έτσι το ποσό του κεφαλαίου στην οικονομία χωρίς εμπόδια θα ανέρχεται σε:

$$K = (A + E(u) - r) / 2B \quad (27)$$

όπου το  $E$  αναπαριστά τις προσδοκίες<sup>8</sup>.

Σ' αυτό το σημείο, εισέρχονται στο μοντέλο οι οικονομικοί παράγοντες (π.χ. επενδυτές, παραγωγοί κ.τ.λ.). Δανείζονται χρήματα απ' την παγκόσμια αγορά και δανείζουν χρήματα σε εταιρείες για την αγορά κεφαλαιουχικού εξοπλισμού.

Οποιαδήποτε απόδοση πάνω απ' την διεθνή απόδοση ( $r > 1$ ) απεικονίζει ένα κέρδος για αυτούς (το οποίο μπορεί να συμβεί οποιαδήποτε στιγμή όταν κάτω από το  $u$  το  $r > 1$ ). Σ' αυτή την περίπτωση, δύο εκβάσεις είναι πιθανές: α) ο ανταγωνισμός ανάμεσα στους οικονομικούς μεσάζοντες θα οδηγήσει σε  $r = 1$  και β) οι οικονομικοί μεσάζοντες με εγγυήσεις θα εξαγοράσουν όλο το αναγκαίο κεφάλαιο  $K$  κάτω από το οποίο  $r > 1$ , και θα μοιραστούν το κέρδος, ταυτόχρονα έχοντας υπ' όψιν τους το ρίσκο εξαιτίας του αυξανόμενου  $u$ .

Η έκβαση α είναι ευνοϊκή για την οικονομία. Παρ' όλα αυτά η έκβαση β έχει δυσμενείς συνέπειες, επειδή οι οικονομικοί μεσάζοντες οδηγούν την τιμή του κεφαλαίου σε υψηλότερα επίπεδα σε μια προσπάθεια να εξαγοράσουν όλο το αναγκαίο κεφάλαιο, και οι αυξανόμενες τιμές του κεφαλαίου σύντομα φτάνουν τα οριακά κέρδη, δηλαδή τις εγγυημένες απώλειες.<sup>9</sup>

Η ποσότητα των εγγυημένων απωλειών για τις τράπεζες/εταιρείες, που ανακοινώθηκαν ρητά ή όχι από την κυβέρνηση, είναι οι απώλειες τις οποίες η κυβέρνηση είναι πρόθυμη να καλύψει. Αφότου έχει επιτευχθεί η μέγιστη ποσότητα των εγγυημένων απωλειών, οι καινούριες απώλειες δεν είναι πια εγγυημένες. Έτσι οι τράπεζες παίρνουν εξωτερικά δάνεια και επεκτείνουν τα δάνεια σε εταιρείες βασισμένες στην μέγιστη ποσότητα εγγυημένων απωλειών. Οποιοδήποτε μη ευνοϊκό πλήγμα μπορεί να προκαλέσει ένα πλεόνασμα απωλειών πέρα από την μέγιστη ποσότητα των εγγυημένων απωλειών. Σ' αυτό το σημείο, η τιμή του κεφαλαίου πέφτει εφόσον η αγορά αντιλαμβάνεται την έκθεση των τραπεζών στις απώλειες. Τράπεζες που επένδυσαν σε εταιρείες απαιτούν επανεξόφληση των δανείων τους. Τα κεντρικά γραφεία των υποκαταστημάτων και οι ξένες τράπεζες που δάνεισαν το κεφάλαιό τους αποσύρουν τα χρήματα από την χώρα, προκαλώντας έτσι μια οικονομική κρίση.

Λαμβάνοντας υπ' όψιν αυτή τη γενιά των μοντέλων, ένας καινούριος όρος εμφανίζεται - «τραπεζική κρίση» - που σχετίζεται με την έννοια της νομισματικής κρίσης διαμέσου ενός ευαίσθητου οικονομικού τομέα μέσα στον οποίο συμβαίνουν και η νομισματική και η τραπεζική κρίση (Kaminsky and Reinhart, 1999)<sup>10</sup>.



## **2.Η Εμπειρία των νομισματικών κρίσεων**

Αυτό το τμήμα της εργασίας περιγράφει την κατάσταση των χωρών που έχουν βιώσει μια νομισματική κρίση τα προηγούμενα χρόνια. Αυτές οι χώρες ομαδοποιούνται σύμφωνα με τα τρία μοντέλα νομισματικής κρίσης που έχουμε μελετήσει μέχρι τώρα. Τα μοντέλα πρώτης γενιάς ή τα επονομαζόμενα μοντέλα κανονικής κρίσης περιλαμβάνουν χώρες των οποίων η κύρια αιτία της κρίσης ήταν χειροτέρευση των θεμελιωδών μακροοικονομικών μεταβλητών τους.(Μεξικό, Ρωσία). Τα μοντέλα δεύτερης γενιάς συμπεριλαμβάνουν χώρες που έχουν ως κύρια αιτία της κρίσης τις κερδοσκοπικές επιθέσεις και τις αυτοπραγματοποιήσιμες (self-fulfilling) προσδοκίες, για παράδειγμα, η κρίση του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Συναλλαγματικών Ισοτιμιών και η κρίση στην Αργεντινή. Τέλος η Ασιατική κρίση είναι μια τυπική κρίση μοντέλου τρίτης γενιάς.

### **2.1 Λατινο-Αμεरिकάνικη Κρίση Ι**

#### **2.1.1 Η κρίση στο Μεξικό και την Αργεντινή**

Η Λατινική κρίση ήταν παρόμοια με την κρίση του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Συναλλαγματικών Ισοτιμιών . Οι κυβερνητικοί επίσημοι ήταν ακλόνητοι στο ότι η υποτίμηση δεν ήταν στα σχέδιά τους, και οι αγορές τους πίστεψαν. Μέσα στο 1993, τα επιτόκια του pesos έμειναν χαμηλά, και το έλλειμμα των τρεχουσών συναλλαγών χρηματοδοτήθηκε εύκολα.

Η κατάσταση χειροτέρεψε το 1994, όταν παρουσιάστηκε πολιτική αστάθεια εξαιτίας δύο γεγονότων: την εξέγερση των χωρικών στην Μεξικάνικη επαρχία του Chiapas, και τη δολοφονία του προεδρικού υποψήφιου του κυβερνώντος κόμματος. Η κυβέρνηση επίσης αποφάσισε να χαλαρώσει την νομισματική και δημοσιονομική πειθαρχία πριν τις προεδρικές εκλογές. Η εισροή ξένου κεφαλαίου άρχισε να εξανεμίζεται γεγονός που προκάλεσε μια ραγδαία μείωση στα διεθνή αποθέματα. Το κρίσιμο σημείο ήρθε όταν η κυβέρνηση βρέθηκε ανίκανη να περάσει τα επονομαζόμενα (tesobonds), βραχυπρόθεσμα χρεόγραφα σε δολάρια.

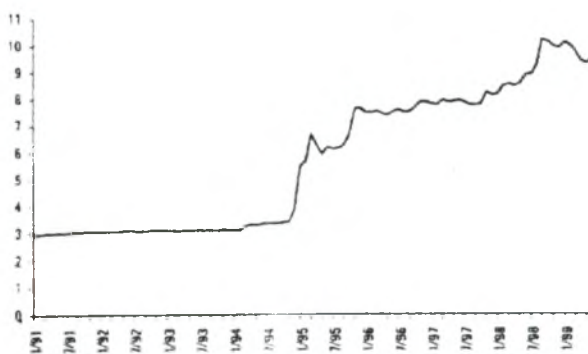
Αντιμέτωπη μ' αυτή την πίεση, η Μεξικάνικη κυβέρνηση αποφάσισε να κάνει υποτίμηση στο εθνικό της νόμισμα (peso) αμέσως μετά τις εκλογές. Παρ' όλα αυτά η υποτίμηση δημιούργησε δυσμενείς επιδράσεις. Πρώτον, μια υποτίμηση του 15 τοις

εκατό ήταν ανεπαρκής, εφόσον η κυβέρνηση δεσμεύτηκε να διατηρήσει το καθορισμένο ποσοστό, γεγονός που υπονόμεισε πολύ την αξιοπιστία της Μεξικάνικης κυβέρνησης. Δεύτερον, με το να συμβουλευτεί τους επιχειρηματικούς ηγέτες για το σχέδιο της υποτίμησης, η κυβέρνηση ουσιαστικά έδωσε στους Μεξικάνους που ήταν καλά πληροφορημένοι την ευκαιρία να επωφεληθούν σε βάρος των απληροφόρητων ξένων επενδυτών. Στις αμέσως επόμενες μέρες μετά την υποτίμηση, η Μεξικάνικη κυβέρνηση μετέφερε μια αίσθηση αλαζονείας και αναρμοδιότητας προς τους ξένους επενδυτές.

Ίσως γι' αυτούς τους λόγους, η αρχική μικρή υποτίμηση ακολουθήθηκε από ένα σχεδόν απόλυτο χάσιμο εμπιστοσύνης στην Μεξικάνικη οικονομική πολιτική και στις οικονομικές προοπτικές της χώρας. Το peso έπεσε γρήγορα στο μισό της αξίας που είχε πριν την κρίση. Η τελική άνοδος στις εισαγόμενες τιμές προκάλεσε μια ραγδαία αύξηση στον πληθωρισμό. Με σκοπό να σταθεροποιήσει το peso και τα επίπεδα του πληθωρισμού, η Μεξικάνικη κυβέρνηση αναγκάστηκε να ανεβάσει τα επιτόκια σε πολύ υψηλά επίπεδα, που κορυφώθηκαν σε πάνω από 80 τοις εκατό ανά έτος. Με τη σειρά τους τα υψηλά επιτόκια οδήγησαν σε μια έντονη μείωση της ζήτησης, και το πραγματικό ΑΕΠ έπεσε κατά 7 τοις εκατό την χρονιά που ακολούθησε την κρίση.

**Διάγραμμα 1**

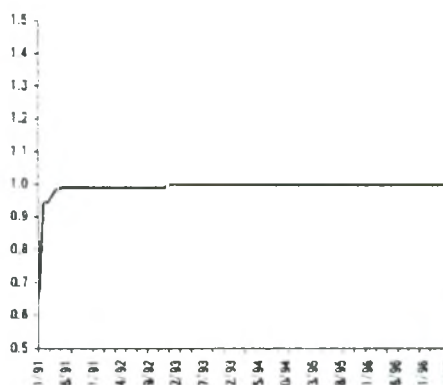
Ονομαστική συναλλαγματική ισοτιμία  
Δολαρίου/μεξικάνικου peso



Πηγή: ifs

**Διάγραμμα 2**

Ονομαστική συναλλαγματική ισοτιμία  
Δολαρίου/peso Αργεντινής



Πηγή: ifs

Φόβοι ότι η κρίση θα υπονόμει την πολιτική σταθερότητα στο Μεξικό οδήγησαν τις ΗΠΑ στο να παρέχουν σημαντική διεθνή οικονομική βοήθεια στο Μεξικό μέσω ενός δανείου και η εμπιστοσύνη στην Μεξικάνικη κυβέρνηση αποκαταστάθηκε. Αυτή η προσπάθεια τελικά αποδείχθηκε πετυχημένη: κατά την διάρκεια του 1996 η οικονομική ανάπτυξη ξανάρχισε και το Μεξικό ξανακέρδισε την πρόσβαση στις διεθνείς χρηματαγορές, ξεπληρώνοντας το δάνειο στις ΗΠΑ. Από τα χαρακτηριστικά της, η Μεξικάνικη κρίση μπορεί να συσχετιστεί με τα μοντέλα της πρώτης γενιάς, με το διεθνές παθητικό σαν μια από τις κύριες αιτίες της ουσιαστικής ανισορροπίας.

Η Αργεντινή είχε ένα διαφορετικό νομισματικό καθεστώς από το Μεξικό. Είχε ένα σύστημα νομισματικής επιτροπής, με το αργεντίνικο peso σταθεροποιημένο στο Αμερικάνικο δολάριο σε μια ισοτιμία ένα προς ένα και με το κάθε peso να υποστηρίζεται από ένα δολάριο των διεθνών αποθεμάτων. Αυτό αναμένονταν να προστατεύσει την Αργεντινή από την Μεξικάνικη κρίση. Πραγματικά, η Αργεντινή είχε διαβεβαιώσει ότι δεν ήταν ευάλωτη σε εκείνο το είδος της κρίσης που περιγράφεται στο μοντέλο της κανονικής κρίσης (μοντέλο πρώτης γενιάς), προσμένοντας ότι η απουσία οποιουδήποτε εμπορικού συνδέσμου με το Μεξικό θα απέτρεπε τις επιδράσεις της διάδοσης της κρίσης. Παρόλα αυτά, οι κερδοσκόποι επιτέθηκαν στο peso της Αργεντινής, υποψιαζόμενοι ότι η κυβέρνηση της Αργεντινής θα μπορούσε να εγκαταλείψει τη σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία με σκοπό να μειώσει το επίπεδο της ανεργίας. Κάτω από το σύστημα της σταθερής ισοτιμίας, η εκροή κεφαλαίου οδήγησε σε μια ραγδαία μείωση της προσφοράς χρήματος, η οποία προκάλεσε κρίση στο τραπεζικό σύστημα. Η κρίση με τη σειρά της, συνέβαλλε σε μια μείωση της οικονομικής ανάπτυξης, πιο ήπια απ' ό,τι στο Μεξικό αλλά παρ' όλα αυτά εξαιρετικά σοβαρή. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα, να χρειαστεί τη διεθνή οικονομική βοήθεια, σε μικρότερη κλίμακα απ' ό,τι στο Μεξικό, για να στηρίξει το τραπεζικό σύστημα. Η περίπτωση της Αργεντινής θα μπορούσε να περιγραφεί σαν ένα μοντέλο δεύτερης γενιάς ή σαν ένα μοντέλο βασισμένο στις προσδοκίες.

Σε αντίθεση με το Μεξικό, η Αργεντινή επέλεξε να διατηρήσει το καθεστώς της σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας (Διάγραμμα 2) και να δείξει στους διεθνείς επενδυτές τη σοβαρή αντιμετώπιση του ζητήματος, προσμένοντας έτσι ότι η πίεση θα μετριάζονταν.



## **2.2 Η κρίση του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Συναλλαγματικών Ισοτιμιών (ERM)**

Ο Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Συναλλαγματικών Ισοτιμιών του Ευρωπαϊκού νομισματικού συστήματος έχει υπάρξει η βάση της Ευρωπαϊκής νομισματικής στρατηγικής από το 1979. Θεωρείται ότι είναι πιο φιλόδοξο νομισματικό πείραμα απ' ό,τι το σύστημα Bretton-Woods. Στην δεκαετία του 1990, ο Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Συναλλαγματικών Ισοτιμιών έχει αλλάξει σημαντικά, από ένα σχεδόν σταθερά καθορισμένο καθεστώς συναλλαγματικών ισοτιμιών στην αρχή, σε ένα καθεστώς κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών στο τέλος. Η κρίση του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Συναλλαγματικών Ισοτιμιών στα 1992-1993 ήταν ένα γεγονός κλειδί στην πρόσφατη νομισματική ιστορία και ένα κλασσικό παράδειγμα κερδοσκοπικών επιθέσεων σε κάποια Ευρωπαϊκά νομίσματα.

Η κρίση του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Συναλλαγματικών Ισοτιμιών ήταν μια κρίση του συστήματος των συναλλαγματικών ισοτιμιών παρά μια μονομερής κατάρρευση σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας. Η σύγκρουση του Γερμανικού μάρκου με άλλα νομίσματα μέσα στο μηχανισμό συναλλαγματικών ισοτιμιών που ακολούθησε μετά την ενοποίηση της Γερμανίας αντιμετωπίστηκε σαν ένα γεγονός άνευ προηγουμένου στην ιστορία, και πολιτικά και οικονομικά, έδωσε μια καινούρια ώθηση στην δημιουργία ενός τελείως καινούριου οικονομικού περιβάλλοντος στην Ευρώπη. Το κόστος της ενοποίησης χρηματοδοτήθηκε από τους φορολογούμενους της Δυτικής Γερμανίας, καθώς τα κεφάλαια που μεταβιβάστηκαν στην Ανατολική Γερμανία το 1991 ανέρχονται σε DEM 139 και DEM 180 δισεκατομμύρια την επόμενη χρονιά. Για να δώσουμε μια ιδέα του μεγέθους, οι συνολικές ιδιωτικές αποταμιεύσεις της Δυτικής Γερμανίας εκείνη τη χρονιά ήταν DEM 260 δισεκατομμύρια. Η ανταλλαγή του Ανατολικού Γερμανικού μάρκου με αυτό της Δυτικής Γερμανίας γινόταν σε μια ισοτιμία 1:1, και με την αύξηση των επιτοκίων, προκλήθηκε υποτίμηση της πραγματικής τιμής συναλλάγματος του Γερμανικού μάρκου μέσα στο Ευρωπαϊκό νομισματικό σύστημα, εξαιτίας της γρηγορότερης αύξησης των τιμών απ' ό,τι στις άλλες χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Η διαφορά ανάμεσα στον Γερμανικό πληθωρισμό και τον πληθωρισμό σε άλλες χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης το 1992 και 1993 ήταν θετική, εκτός απ' την Ιταλία, Ισπανία και Πορτογαλία, όπου ο πληθωρισμός ήταν ελαφρά υψηλότερος απ' ό,τι στη Γερμανία. Εξαιτίας αυτού, μερικές χώρες μέσα στο Ευρωπαϊκό νομισματικό σύστημα έχασαν την ανταγωνιστικότητά τους.

### 2.2.1 Χρονολόγηση της κατάρρευσης του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Συναλλαγματικών Ισοτιμιών

Οι εντάσεις στην αγορά επιτοκίων αυξήθηκαν μετά απ' τα αρνητικά αποτελέσματα του δημοψηφίσματος στη Δανία, με την Ιταλική λίρα να γίνεται ο πιο διακεκριμένος στόχος μιας κερδοσκοπικής επίθεσης. Τα ετήσια αποθέματα του Ιταλικού ξένου συναλλάγματος άρχισαν να ελαττώνονται τον Φεβρουάριο του 1992 και τον Ιούνιο έπεσαν από USD36.5 σε USD 31.6 δισεκατομμύρια. Αυτό ακολουθήθηκε από αλλαγές στα επίπεδα του προεξοφλητικού επιτοκίου στην Ιαπωνία, στις ΗΠΑ και στη Γερμανία. Η ομοσπονδιακή αποθεματική τράπεζα χαμήλωσε το προεξοφλητικό επιτόκιο από 3.5 σε 3 τοις εκατό, η Bundesbank ανέβασε το προεξοφλητικό επιτόκιο από 8 στο άνευ προηγουμένου 8.75 τοις εκατό και η τράπεζα της Ιαπωνίας χαμήλωσε το επιτόκιο από 3.75 σε 3.25 τοις εκατό. Αυτή η τεράστια διαφορά στα επιτόκια οδήγησε σε μια αυξανόμενη ζήτηση για το Γερμανικό μάρκο, και αύξησε τις εντάσεις στον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών. Η κρίση έφτασε στην πρώτη κορύφωσή της στα τέλη του Αυγούστου, όταν το δολάριο έπεσε στην χαμηλότερη για την ιστορία αξία του στα 1.4 Γερμανικά μάρκα. Η πτώση του δολαρίου οδήγησε στην πτώση της στερλίνας, η οποία εμπορεύονταν ελαφρότερα πάνω από το κατώτερο επίπεδο του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Συναλλαγματικών Ισοτιμιών και σύντομα ακολουθήθηκε από την λιρέτα. Για να στηρίξει την θέση της μέσα στον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών, η τράπεζα της Αγγλίας αύξησε την άμυνά της έναντι των κερδοσκοπικών επιθέσεων βελτιώνοντας τα αποθέματά της σε ξένο συνάλλαγμα. Η τράπεζα της Αγγλίας αγόρασε USD 14.5 δισεκατομμύρια σε Γερμανικά μάρκα.

Η Σκανδιναβική κρίση προστέθηκε στα προβλήματα που ήδη άρχισαν να συσσωρεύονται στον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών. Η υποτίμηση της Φινλανδικής markka που έγινε στα τέλη του 1991 και τα επιπρόσθετα προβλήματα που εμφανίστηκαν το 1992 έδωσαν ένα τέλος στο βραχυπρόθεσμο επιτόκιο του 14%, το οποίο η Φινλανδία επέλεξε να μην διατηρήσει, και έτσι η markka αναγκάστηκε να ταλαντεύεται. Η περίπτωση στην Σουηδία ήταν μάλλον το αντίθετο. Τα επιτόκια στα δάνεια της μιας μέρας, της κεντρικής τράπεζας, αυξήθηκαν και έφτασαν το 75% ετησίως. Ταυτόχρονα η κεντρική τράπεζα δανείστηκε απ' το εξωτερικό και αύξησε τα αποθέματά της σε ξένο συνάλλαγμα. Οι κερδοσκοπικές επιθέσεις γρήγορα μετακινήθηκαν στην λιρέτα και την λίρα. Οι προσπάθειες για να

σωθούν αυτά τα δύο νομίσματα απέτυχαν παρά τις πολυάριθμες μεσολαβήσεις στις αγορές ξένου συναλλάγματος και τις συμφωνίες.

Η Μαύρη Τετάρτη είναι ένα δημοφιλές γεγονός της 16ης Σεπτεμβρίου του 1992 όταν η Αγγλική λίρα έκανε την έξοδο της από τον Ευρωπαϊκό ERM. Ακολουθώντας αρκετές αυξήσεις στα βραχυπρόθεσμα επιτόκια, η τράπεζα της Αγγλίας αποφάσισε προσωρινά να αποσύρει την λίρα από τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών. Η Ιταλική κεντρική τράπεζα σύντομα ακολούθησε και απέσυρε τη λιρέτα. Η πεσέτα υποτιμήθηκε κατά 5 τοις εκατό, αλλά παρέμεινε μέσα στον Μηχανισμό. Η Σουηδική κεντρική τράπεζα έκανε μια θεαματική κίνηση ανεβάζοντας τα επιτόκιά της σε 500 τοις εκατό!

Σύντομα, όλα τα νομίσματα ήταν υπό επίθεση και υποτιμήθηκαν. Το Γαλλικό φράγκο υποστηρίχθηκε, αλλά η τράπεζα της Γαλλίας έχασε περίπου FRF800 δισ. σε αποθέματα ξένου συναλλάγματος και ο τόκος εξαγοράς (repurchase rate) ανέβηκε στα 13 τοις εκατό. Τον Οκτώβριο και τον Νοέμβριο οι εντάσεις στην οικονομική αγορά χαλάρωσαν. Το επίπεδο διακύμανσης του ERM επεκτάθηκε κατά 30 τοις εκατό (15 τοις εκατό σε κάθε πλευρά της κεντρικής ισοτιμίας), που πρακτικά σήμαινε μια επιστροφή στην ελεύθερη διακύμανση των συναλλαγματικών ισοτιμιών.

### **2.2.2 Οι αιτίες της κρίσης του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Συναλλαγματικών Ισοτιμιών**

Είναι δύσκολο να φανταστείς μεγάλες, οικονομικά αναπτυγμένες, χώρες σε μια συναλλαγματική κρίση. Σύμφωνα με τον Krugman, η κρίση του ERM ανήκει στα μοντέλα της δεύτερης γενιάς. Επιθέσεις στα Ευρωπαϊκά νομίσματα το 1992 και 1993 δεν ταιριάζουν στα μοντέλα κανονικής κρίσης (μοντέλα πρώτης γενιάς). Σ' όλες αυτές τις περιπτώσεις, οι κυβερνήσεις διατήρησαν πλήρη πρόσβαση στις εγχώριες και ξένες κεφαλαιαγορές. Αυτό σήμαινε ότι δεν είχαν ανάγκη να χρηματοδοτήσουν το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, και πράγματι δεν κατέγραψαν ραγδαία αύξηση εγχώριας πίστωσης. Επιπλέον αυτές οι χώρες δεν είχαν μεγάλους περιορισμούς στα αποθέματα ξένου συναλλάγματος και παρέμειναν ικανές να δανειστούν απ' την διεθνή κεφαλαιαγορά. Δεν χρειάστηκε να χρηματοδοτήσουν το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών επειδή οι κυβερνήσεις τους είχαν την πιθανότητα να δανειστούν ελεύθερα απ' το εξωτερικό. Έτσι, ήταν πιθανό να σταθεροποιήσουν το νόμισμά τους απλά ανεβάζοντας τα επιτόκια. Παρ' όλα αυτά, η

κρίση τελικά έγινε μια πραγματικότητα και δημιούργησε μεγάλη αμφισβήτηση για το κίνητρο της υποτίμησης.

Σύμφωνα με τον Krugman (1998α), η απάντηση μπορεί να βρίσκεται στην ανεργία, εξαιτίας της ανεπαρκούς ζήτησης, και στην πίεση που ασκούσε η ανεργία στις νομισματικές αρχές για να επιδιώξουν μια πιο επεκτατική πολιτική. Η επεκτατική πολιτική δεν θα μπορούσε να ακολουθηθεί σ' ένα περιβάλλον που χαρακτηρίζονταν από ένα σχεδόν καθορισμένο σύστημα επιτοκίων και συνεπώς αποτελούσε περιοριστικό παράγοντα. Οι Ευρωπαϊκές κυβερνήσεις έπρεπε να επιλέξουν ανάμεσα στο πολιτικό κόστος της ανεργίας και την εγκατάλειψη του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Συναλλαγματικών Ισοτιμιών.

Η κύρια αιτία της ανεργίας βρίσκεται στην πτώση του τοίχους του Βερολίνου και την ενοποίηση της Δυτικής με την Ανατολική Γερμανία, ένα γεγονός που σημάδεψε την ιστορία της Ευρώπης. Οι μεγάλες δαπάνες που προέκυψαν απ' αυτή τη διαδικασία οδήγησαν σε μια επεκτατική δημοσιονομική πολιτική που απαιτούσε σφιχτή νομισματική πολιτική. Το γεγονός ότι το Γερμανικό μάρκο ήταν το νόμισμα κλειδί του Ευρωπαϊκού ERM, στο οποίο οι άλλες χώρες μέσα στο μηχανισμό στηρίζονταν, ανάγκασε άλλες χώρες να προσαρμόσουν την σφιχτή νομισματική πολιτική χωρίς δημοσιονομική επέκταση. Έτσι σπρώχθηκαν στην ύφεση και την ανεργία.

Όπως ο Krugman τονίζει, τέσσερις εξαιρετικές πλευρές της κρίσης θα πρέπει να αναφερθούν.

Πρώτα ήταν ο ρόλος ενός μεγάλου κερδοσκόπου - του George Soros- που συνέβαλε στην πυροδότηση της κρίσης.

Δεύτερον, η κρίση απέδειξε ότι τα αποθέματα ξένου συναλλάγματος ήταν σχεδόν τελείως άσχετα σ' ένα κόσμο υψηλής κινητικότητας κεφαλαίου.

Τρίτον, η κρίση φαίνεται να έχει υπάρξει κυριολεκτικά μη αναμενόμενη απ' τις οικονομικές αγορές.

Και τελικά, η τέταρτη πλευρά της κρίσης βρίσκεται στο αξιοσημείωτο γεγονός ότι οι χώρες που απέτυχαν να στηρίξουν το νόμισμά τους τα πήγαν καλύτερα από εκείνες που πέτυχαν να το στηρίξουν. Η Μεγάλη Βρετανία, ιδιαίτερα, βίωσε μια ραγδαία πτώση της ανεργίας χωρίς καμιά αντίστοιχη αύξηση στον πληθωρισμό. Παρ' όλα αυτά η τελευταία πλευρά της κρίσης θα έπρεπε να εξεταστεί προσεχτικά, εφόσον η Μεγάλη Βρετανία ανήκει στις αγγλο-σαξονικές χώρες (ΗΠΑ, Καναδάς, Αυστραλία,...) που είναι διαφορετικές απ' τις Ευρωπαϊκές χώρες.



### 2.3 Η ασιατική κρίση

Η Ασιατική κρίση αποτελεί ένα από τα πιο πρόσφατα παραδείγματα της νομισματικής κρίσης. Μέσα σε ένα σύντομο χρονικό διάστημα ταρακούνησε τους «Ασιατικούς τίγρεις»<sup>11</sup> που θεωρούνται παράδειγμα επιτυχημένης πολιτικής κρατικού καπιταλισμού. Η Ασιατική κρίση δεν ήταν ούτε η πρώτη ούτε η τελευταία. Εμφανίστηκε στο ξεκίνημα της γνωστής Μεξικάνικης κρίσης (1994/95) και ακολουθήθηκε από ένα κύμα νομισματικών κρίσεων, απ' τη Ρωσία έως τη Βραζιλία στην αρχή του 1999. Στην αρχή δεν αναγνωρίστηκε σαν πρόβλημα εφόσον πιστεύονταν ότι στις οικονομίες όπου οι πτωχεύσεις είναι σπάνιες οι κεφαλαιαγορές δεν λειτουργούν κανονικά (Ito and Portes, 1998)<sup>12</sup>. Οι επενδυτές αναμένονται να πάρουν ρίσκα και να είναι προετοιμασμένοι να χάσουν κάποιες απ' τις επενδύσεις τους. Φυσικά, αυτό θα εξαρτηθεί απ' την πολιτική των επιχειρήσεών τους. Όσο πιο μεγάλο το ρίσκο, τόσο πιο μεγάλο το κέρδος. Μια πιο συντηρητική επενδυτική πολιτική μπορεί να μειώσει το ρίσκο αλλά επίσης θα είναι λιγότερο κερδοφόρα.

Πριν την κρίση, οι «Ασιατικοί Τίγρεις» απήλαυσαν υψηλή φήμη με το διεθνές νομισματικό κεφάλαιο που τις έκανε να είναι οι πιο επιτυχημένες αναδυόμενες οικονομικές αγορές σε σχέση με την οικονομική ανάπτυξη και το βιοτικό επίπεδο (WEO, 1998a)<sup>13</sup>. Οι περισσότερες απ' αυτές τις χώρες υιοθέτησαν συνετές δημοσιονομικές πολιτικές, είχαν υψηλά επιτόκια αποταμιεύσεων και στάθηκαν σαν πρότυπα για άλλες χώρες.

Ο ρόλος των θεσμών είναι να βοηθήσουν να αποφευχθεί το αναπόφευκτο. Παρόλα αυτά δεν θα έπρεπε να χρησιμοποιούνται έως το βαθμό που θα καθιστούσαν ανίκανες τις κανονικές λειτουργίες της ανοιχτής κεφαλαιαγοράς. Οι θεσμοί θα μπορούσαν να παίξουν ένα μεγάλο ρόλο στο να αποτρέψουν την νομισματική κρίση, αλλά οι μηχανισμοί τους, εάν χρησιμοποιούνταν στο έπακρο, θα μπορούσαν να εμποδίσουν την βασική κινητήρια δύναμη της οικονομικής ανάπτυξης. Μια φιλελευθεροποιημένη και ανεπαρκώς ελεγχόμενη κεφαλαιαγορά, απ' την άλλη πλευρά, μπορεί σύντομα να πυροδοτήσει μια νομισματική κρίση. Η διεθνής χρηματαγορά που ψάχνει για κερδοσκοπικό κεφάλαιο θα κάνει μια γρήγορη είσοδο σε οποιαδήποτε αγορά με προοπτικές κέρδους, αλλά επίσης θα αποχωρήσει ραγδαία με το πρώτο σημάδι δυσκολίας, μειώνοντας τα κεφάλαια της οικονομίας. Σε κάθε περίπτωση, η επαρκής επίβλεψη και ρύθμιση των οικονομικών θεσμών και των αγορών είναι αναγκαία.

Διεθνείς θεσμοί τέτοιοι όπως το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο θα μπορούσαν να βοηθήσουν να περιοριστούν ή να μετριαστούν οι επιδράσεις των νομισματικών κρίσεων, με σκοπό να αποτρέψουν την εξάπλωσή τους σε άλλες οικονομίες. Το ποσό της ζημιάς που μια νομισματική κρίση θα προκαλέσει σε μια ορισμένη χώρα ή στη διεθνή αγορά θα εξαρτηθεί απ' τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της κάθε κρίσης.

Τα γεγονότα που οδήγησαν στην Ασιατική κρίση αποκάλυψαν αρκετά πράγματα. Πρώτον, ήταν ένας συνδυασμός κρίσεων στο τραπεζικό και το νομισματικό σύστημα. Δεύτερον, τα προβλήματα που εμφανίστηκαν είχαν περισσότερο να κάνουν με την συμπεριφορά του ιδιωτικού τομέα παρά με την υπερβολική πολιτική του δημόσιου τομέα. Τρίτον, οι συστάσεις που δίνονταν έως πρόσφατα απ' την διεθνή κοινότητα στις λιγότερο επιτυχημένες οικονομίες για να μιμηθούν τις επιτυχημένες αποδείχτηκαν αναποτελεσματικές.

### **2.3.1 Χρονολόγηση και Αιτίες της Ασιατικής κρίσης**

Η αρχή της κρίσης θα μπορούσε να αποδοθεί στην Plaza Accord- την συνάντηση των G-7 που έγινε το 1985 και που σηματοδότησε την αρχή της ανατίμησης του γεν έναντι του δολαρίου. Η ανατίμηση του γεν έναντι του δολαρίου έκανε δυνατή την μεταβίβαση της παραγωγής προς τις χώρες που στηρίζονταν στο δολάριο με φθηνότερο εργατικό δυναμικό. Ευνοϊκά δάνεια από την Ιαπωνία και μεγάλη οικονομική υποστήριξη ενθάρρυναν τις μεγάλες επενδύσεις στην Νότιο-ανατολική Ασία (Wade -1998)<sup>14</sup>.

Στο τέλος της δεκαετίας του 1980 η Ιαπωνία είδε μια ραγδαία αύξηση στις τιμές της ακίνητης περιουσίας και των ασφαλειών. Μετά την διακοπή του ρυθμού αύξησης των τιμών, στις αρχές της δεκαετίας του 1990, πολλές τράπεζες αφέθηκαν με ανεκπλήρωτες επενδύσεις, που προκάλεσαν μια ολίσθηση της ανάπτυξης της Ιαπωνικής οικονομίας. Ταυτόχρονα, οι αποταμιεύσεις συνέχιζαν να είναι ψηλές (γύρω στο 31 τοις εκατό του GDP το 1995), και αύξησαν το πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών της χώρας και την εξαγωγή κεφαλαίου, κυρίως στην Νοτιοανατολική Ασία. Αυξάνοντας την προσφορά χρήματος, η τράπεζα της Ιαπωνίας επιχείρησε να ενθαρρύνει τους καταναλωτές να ξοδέψουν περισσότερα χρήματα σε καταναλωτικά αγαθά. Παρόλα αυτά, αυτό αποδείχθηκε να είναι μια αργή διαδικασία καθώς οι Ιάπωνες, που προφανώς δεν ήταν συνηθισμένοι να ξοδεύουν, αντέδρασαν πολύ προσεχτικά. Αυτό είχε σαν αποτέλεσμα την ρευστότητα του

πλεονάσματος που εν' μέρει διοχετεύτηκε στην Νοτιοανατολική Ασία. Οι τράπεζες και οι επιχειρηματίες στην Ανατολική και Νοτιοανατολική Ασία προτίμησαν τα ξένα δάνεια με 5 τοις εκατό επιτόκιο απ' τα εγχώρια δάνεια που ήταν διαθέσιμα με 10 τοις εκατό επιτόκιο.

Η εισροή κεφαλαίου στην Νότια Κορέα, Ινδονησία, Μαλαισία, Ταϊλάνδη και Φιλιππίνες αυξήθηκε από 47 εκατομμύρια USD το 1994 σε 93 εκατομμύρια USD το 1996. Παρ' όλα αυτά, καθώς η τιμή του εθνικού νομίσματος απέναντι στο δολάριο και το γεν μειώθηκε, η αξία του χρέους αυτών των χωρών σε εθνικό νόμισμα αυξήθηκε, χειροτερεύοντας έτσι την ποιότητα των επενδύσεων.

Ταυτόχρονα, (δηλαδή στην αρχή της δεκαετίας του 1990) αυτές οι χώρες ανέλαβαν να κάνουν μια ριζική αναρίθμηση και απελευθέρωση της κεφαλαιαγοράς, με το να αποσύρουν σχεδόν τελείως τους περιορισμούς στην εισροή και εκροή κεφαλαίου. Αυτή η πολιτική ήταν σύμφωνη με τις συστάσεις του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου και της παγκόσμιας τράπεζας.

Εντωμεταξύ, πριν απ' τις μεγάλες εισροές κεφαλαίου στην Ασία, τα Ασιατικά νοικοκυριά αποταμιεύαν συνεχώς. Οργιώδης αποταμιεύσεις στην Ανατολική και Νοτιοανατολική Ασία που συνήθως πλησίαζαν το ένα τρίτο του ΑΕΠ, και συνεπώς έκανε αυτή την περιοχή μια από τις καλύτερες περιοχές, στον χώρο των αποταμιεύσεων, στον κόσμο. Για παράδειγμα, οι πλούσιες αποταμιεύσεις της Νότιας Κορέας το 1995 υπολογίστηκαν σε 36 τοις εκατό του ΑΕΠ. Η Ταϊλάνδη έχει ένα παρόμοιο βαθμό αποταμιεύσεων, ενώ οι αποταμιεύσεις της Κίνας υπολογίστηκαν σε 42 τοις εκατό του ΑΕΠ. Σε σύγκριση με αυτές τις χώρες οι ΗΠΑ αποταμιεύουν μόνο 15 τοις εκατό του ΑΕΠ.

Οι εμπορικές τράπεζες τράβηξαν το μεγαλύτερο μέρος αυτών των αποταμιεύσεων, εξαιτίας του γεγονότος ότι ο πληθυσμός της Ασίας και της Νοτιοανατολικής Ασίας δεν είναι συνηθισμένος στο να κρατά τις αποταμιεύσεις τους σε χρεόγραφα ή παρόμοιους τίτλους. Οι εμπορικές τράπεζες έτσι έπαιξαν ένα διαμεσολαβητικό ρόλο, μεσολαβώντας ανάμεσα στις μεγάλες αποταμιεύσεις και τον επιχειρηματικό τομέα. Οι περισσότερες από τις αποταμιεύσεις διοχετεύτηκαν σε εγχώριες επιχειρήσεις παρά σε κρατικές επενδύσεις. Τέτοιες καταστάσεις κάνουν τις εταιρείες ευάλωτες σ' όλα τα είδη των πληγμάτων στις ταμιακές τους εισροές, πρίζοντας τις τράπεζες και τις εταιρείες να συνεργαστούν με σκοπό να διευκολυνθούν στο να αντιμετωπίσουν τέτοια πλήγματα. Πολύ συχνά τους δίνεται κυβερνητική υποστήριξη, ιδίως όταν είναι προς το συμφέρον της πολιτείας έτσι ώστε οι εταιρείες που είναι σε δύσκολη θέση να

μην παρασύρουν προς τα κάτω και τις τράπεζες. Έτσι η κρατική παρέμβαση είναι κοινή σε τέτοιες καταστάσεις.

Συμπερασματικά, υπήρξαν έξι προϋποθέσεις για την κρίση στην Νοτιοανατολική Ασία.

1. το υψηλό επίπεδο οικογενειακών αποταμιεύσεων που διοχετεύτηκε σε επενδύσεις επιχειρήσεων δημιούργησε ένα μεγάλο εγχώριο χρέος.
2. η σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία στηριγμένη στο Αμερικάνικο δολάριο δημιούργησε μια χαμηλή αντίληψη του ρίσκου.
3. η φιλέλευθεροποίηση της κεφαλαιαγοράς νωρίς την δεκαετία του 1990
4. η τεράστια εισροή διεθνούς κεφαλαίου που οφείλονταν στην ρευστότητα του πλεονάσματος στην Ιαπωνία και την Ευρώπη και οι προοπτικές για μεγαλύτερα κέρδη δημιούργησαν μεγάλο εξωτερικό χρέος στις χώρες της Ανατολικής και Νοτιοανατολικής Ασίας.
5. η άτυπη συμφωνία ανάμεσα στις κυβερνήσεις και τους ξένους επενδυτές στο να βοηθήσουν τις εταιρείες και τις τράπεζες που ήταν σε δυσχερή θέση
6. το μεγάλο ποσοστό του βραχυπρόθεσμου δανείου στο συνολικό εξωτερικό χρέος.

Το κεφάλαιο που διοχετεύτηκε μέσω του τραπεζικού συστήματος δεν καλύφθηκε από επαρκή συστήματα τραπεζικής επίβλεψης. Η αύξηση των φύλλων ισολογισμού των εμπορικών τραπεζών, εξαιτίας της ραγδαίας επέκτασης των δανείων που χορηγούσαν, απέτυχε να είναι ελεγχόμενη από τις αρχές που τις επέβλεπαν, καθώς ήταν ανεπαρκώς επανδρωμένες και τεχνολογικά απροετοίμαστες. Το αποτέλεσμα ήταν η επιδείνωση στους ισολογισμούς των τραπεζών επειδή η ραγδαία εισροή κεφαλαίου απαιτεί από τις τράπεζες γρήγορη ανταπόκριση και γρήγορη επένδυση των εισροών. Πολύ συχνά, εξαιτίας της ασύμμετρης πληροφόρησης, ένα παρατεταμένο δάνειο μπορεί να καταλήξει να είναι μη λειτουργικό. Οι τράπεζες σαν δανειστές συχνά στερούνται πληροφόρησης για τον δανειζόμενο. Μη λειτουργικά δάνεια χειροτερεύουν τον ισολογισμό των εμπορικών τραπεζών, και όπως φαίνεται από το Ασιατικό παράδειγμα, οδηγεί σε οικονομική κρίση. Μια τραπεζική κρίση μπορεί να οδηγήσει σε οικονομική κρίση με δύο τρόπους. Πρώτον, η αφερεγγυότητα της τράπεζας που άμεσα αποτρέπει τον τραπεζικό τομέα απ' το να παρέχει καινούριες πιστώσεις. Δεύτερον, όταν οι ισολογισμοί των εμπορικών τραπεζών χειροτερεύουν η κεντρική τράπεζα μπορεί να είναι ανίκανη να στηρίξει το νόμισμά της έναντι των κερδοσκοπικών επιθέσεων.(Mishkin, 1999)<sup>15</sup>.

Οι χώρες την Ανατολικής και Νοτιοανατολικής Ασίας θεωρούνται απ' το Διεθνές



Νομισματικό Ταμείο ότι είναι τα θύματα της δικιάς τους επιτυχίας. Τυφλωμένες απ' αυτή την επιτυχία, οι ντόπιοι και οι αλλοδαποί επενδυτές απέτυχαν να προσέξουν τις αδυναμίες των οικονομιών αυτών των χωρών.

Το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο αναγνώρισε πέντε παράγοντες που οδήγησαν στην κρίση και τη διάδοσή της σε άλλες χώρες της Ανατολικής και Νοτιοανατολικής Ασίας (WEO, 1998a). Πρώτον, ήταν μια υπερθέρμανση της αγοράς, όπως αποδείχθηκε, από τα μεγάλα ελλείμματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και τις αυξημένες τιμές στις ακίνητες περιουσίες και τις ασφάλειες. Δεύτερον το συνάλλαγμα προσκολλήθηκε για πάρα πολύ καιρό, περιπλέκοντας έτσι τις επιδράσεις της νομισματικής πολιτικής σ' ένα περιβάλλον υπερθερμασμένης οικονομίας. Οι ξένοι επενδυτές ερμήνευσαν μια τέτοια συναλλαγματική ισοτιμία σαν σημάδι ασφάλειας και υπονοούμενης εγγύησης για μια σταθερή τιμή συναλλάγματος. Αυτό ενθάρρυνε του ξένους κερδοσκόπους επενδυτές σε βραχυπρόθεσμους δανεισμούς, εκθέτοντας έτσι όλες τις εγχώριες επιχειρηματικές οντότητες σ' ένα νομισματικό ρίσκο. Τρίτον, η φτωχή διαχείριση στον οικονομικό τομέα και η αμυδρή διαχείριση και επίβλεψη του ρίσκου συνέβαλαν επίσης στην κρίση. Τέταρτον, η διαθεσιμότητα πενιχρών δεδομένων και η έλλειψη διαφάνειας εμπόδισαν τους επενδυτές και τους άλλους μετόχους της αγοράς να αποκτήσουν μια ρεαλιστική εικόνα της οικονομίας. Και τέλος, η κυβερνητική και η γενικότερη πολιτική ανασφάλεια προσέλκυαν κυρίως βραχυπρόθεσμους κερδοσκόπους επενδυτές που επίσης ενέτειναν την κρίση.

Σύμφωνα με τον Paul Krugman (1998b) η Ασιατική κρίση δεν ανήκει στα μοντέλα πρώτης ή δεύτερης γενιάς που σημάδεψαν την τελευταία δεκαετία αλλά μάλλον στα μοντέλα της τρίτης γενιάς. Ανάμεσα στο 1994 και το 1997 η προσφορά χρήματος δεν αυξήθηκε γρήγορα σχετικά με το ΑΕΠ. Συγκρινόμενη με την ονομαστική ανάπτυξη του ΑΕΠ της τάξης του 15 τοις εκατό κατ' έτος, μια αύξηση στην προσφορά χρήματος της τάξης του 18 με 20 τοις εκατό ετησίως δεν είναι πολύ μεγάλη. Ο πληθωρισμός κρατήθηκε υπό έλεγχο, με μια μέτρια αύξηση του 6 τοις εκατό ετησίως. Στο περιεχόμενο του μοντέλου της δεύτερης γενιάς, υπήρξε μια επιβράδυνση της οικονομικής ανάπτυξης αλλά η ανεργία δεν αυξήθηκε σε τέτοιο βαθμό ώστε να δημιουργήσει σοβαρό πολιτικό πρόβλημα. Το μόνο αξιοπίστο προειδοποιητικό σήμα της κρίσης βρίσκεται στο έλλειμμα του ισοζυγίου πληρωμών. Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών αυξήθηκε από 2 τοις εκατό το 1993 σε πάνω από 5 τοις εκατό το 1996 και στην Ταϊλάνδη αυτό το έλλειμμα ήταν

στο 8 τοις εκατό.

Η αύξηση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών θα μπορούσε να είναι ένα προειδοποιητικό σήμα της κρίσης, αλλά για αρκετά χρόνια συνέχισε να είναι επιτυχώς χρηματοδοτούμενο απ' την εισροή κεφαλαίου, που ήταν τόσο μεγάλη ώστε να είναι δυνατόν να αποταμιευθούν επιπρόσθετα διεθνή αποθέματα.

Ο Charlew Wyplosz βρίσκει ότι οι χώρες που χτυπήθηκαν από την κρίση είχαν προηγούμενες αδυναμίες που τις έκαναν πιο ευάλωτες στις επιθέσεις (Chote, 1998)<sup>16</sup>.

Η περιτλοκή και ο όγκος των οικονομικών συναλλαγών που χαρακτηρίζουν το άνοιγμα της αγοράς, μαζί με την φιλελευθεροποίηση του κεφαλαίου έθεσαν νέες προκλήσεις στην φορολογική διοίκηση. Οι χώρες αυτές αναγνωρίζοντας την αξία του ξένου κεφαλαίου άνοιξαν τα σύνορά τους στην παγκοσμιοποίηση και εξομάλυναν το δρόμο για μια ακμάζουσα οικονομία. Τεχνολογικές αλλαγές έκαναν τη φορολόγηση του κεφαλαίου χειρότερη. Το υπάρχον σύστημα φορολόγησης υποστήριξε εκείνους τους μακροοικονομικούς παράγοντες που ξεκίνησαν την Ασιατική κρίση, μολονότι η φορολογική πολιτική δεν ήταν η πρωταρχική πηγή της κρίσης.

### 2.3.2 Εξελίξεις στην Ασιατική κρίση

Ακολουθώντας την ανατίμηση του δολαρίου απέναντι στο γεν της τάξης περίπου του 50 τοις εκατό, η Ιαπωνική οικονομία μπήκε σε ύφεση, ενώ η Κίνα υποτίμησε το yuan κατά 35 τοις εκατό αυξάνοντας έτσι την ανταγωνιστικότητα των εξαγωγών της χώρας. Οι παραγωγοί στην Νότια και Νοτιοανατολική Ασία βρέθηκαν σε μια κατάσταση όπου η σχετική αξία εξαγωγών και εισαγωγών άλλαξε προς όφελος της δεύτερης και θα μπορούσε έτσι να προκαλέσει μια αύξηση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών.

Για να διατηρήσουν την αξία του κεφαλαίου τους, οι επενδυτές αναγκάστηκαν να αγοράσουν ακίνητη περιουσία, που εκείνο τον καιρό θεωρούνταν η καλύτερη επένδυση. Οι κερδοσκοπίες στην ακίνητη περιουσία ευημερούσαν. Σ' ένα μόνο χρόνο οι τιμές ακίνητης περιουσίας στην Μπανγκόκ ανέβηκαν κατά 40 τοις εκατό μ' ένα μεγάλο μέρος του εμπορίου να πραγματοποιείται από ιδιώτες επιχειρηματίες. Η περίοδος χαρακτηριζόταν επίσης από γρήγορη αύξηση προσφοράς χρήματος επειδή ένα μεγάλο μέρος των επενδύσεων προέρχονταν από το εξωτερικό.

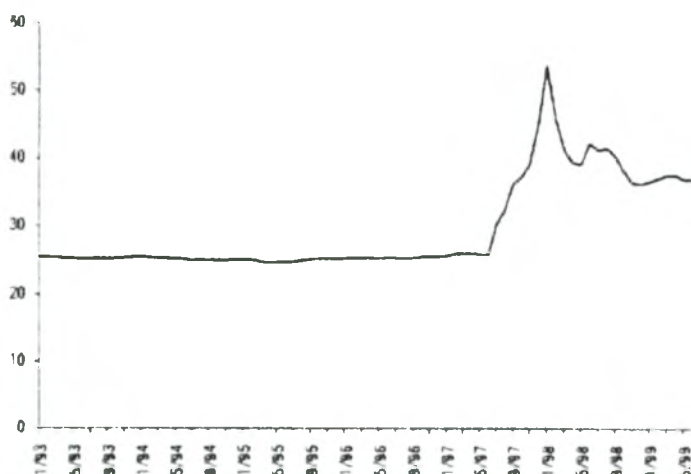
Η «Ασιατική γρίπη» ξέσπασε πρώτα στην Ταϊλάνδη , ακολουθώντας η κατάρρευση στα χρεόγραφα στα μέσα του 1996 και αργότερα στις αγορές ακίνητης περιουσίας. Πολλοί οφειλέτες ήταν ανίκανοι να ξεπληρώσουν τα βραχυπρόθεσμα εξωτερικά τους δάνεια , και ταυτόχρονα, οι πιστωτές και οι πολίτες άρχισαν να αποσύρουν τις καταθέσεις τους. Η οικονομική ανάπτυξη και οι εξαγωγές μειώθηκαν ραγδαία, και η υποτίμηση του baht (το εθνικό νόμισμα της Ταϊλάνδης) ήταν ορατή, που σήμαινε μια αποχώρηση απ' την καθορισμένη τιμή συναλλάγματος.

Το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο είχε ήδη νωρίτερα δείξει ένα πάρα πολύ μεγάλο έλλειμμα του ισοζυγίου πληρωμών που συνέχισε να είναι πάνω από 4 τοις εκατό κάθε χρόνο έως το 1994. Το Ταμείο είχε επίσης εκφράσει ανησυχία ως προς το φτωχό σύστημα της οικονομικής επίβλεψης. Επιπλέον, το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο επέκρινε την κυβέρνηση της Ταϊλάνδης για αποτυχία στο να εισάγει οικονομικές μεταρρυθμίσεις πριν η κατάρρευση γίνει αναπόφευκτη. (Chote, 1998).

### Σχεδιάγραμμα 3

Ονομαστική συναλλαγματική ισοτιμία

Δολαρίου/baht Ταϊλάνδης



Πηγή: ifs

Οι ειδικοί του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου έκριναν ότι ήταν αναγκαίο για τις χώρες που χτυπήθηκαν από την κρίση (Ινδονησία, Νότια Κορέα και Ταϊλάνδη) να πάρουν διορθωτικά μέτρα τα οποία συνιστούσε το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο. Αλλά οι κυβερνήσεις αυτών των χωρών απέρριψαν τις συστάσεις του Διεθνούς

Νομισματικού Ταμείου για να εκτελέσουν επαρκείς μεταρρυθμίσεις ή άλλα μέτρα που θα ξανάφερναν πίσω την εμπιστοσύνη των επενδυτών , καθώς η έλλειψή της βάθαινε την κρίση.

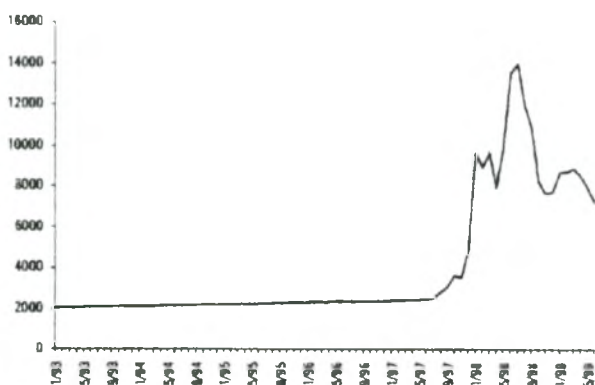
Η Ταϊλάνδη τελικά στράφηκε για υποστήριξη στο Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, το καλοκαίρι του 1997, όταν η προσκόλληση του baht στο δολάριο δεν μπορούσε να συνεχιστεί. Η υποτίμηση του baht πέρασε και σε άλλες χώρες της Ασίας των οποίων οι επιχειρήσεις διάλεξαν το ευνοϊκό στήριγμα στο δολάριο με σκοπό να μειώσουν το κόστος του κεφαλαίου. Σύντομα μετά την υποτίμηση του baht, οι καθορισμένες τιμές συναλλάγματος εγκαταλείφθηκαν στην Μαλαισία και την Ινδονησία.

Αμέσως μετά, η Ρωσία αντιμετώπισε επίσης μια τέτοια κρίση (για τελείως διαφορετικούς λόγους) και έως το τέλος του 1998 η Βραζιλία επίσης βρέθηκε σε μια κρίση εξαιτίας των κινήσεων των κεφαλαίων στις παγκοσμιοποιημένες αγορές. Το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο έδωσε το πολύ γνωστό σε αυτές τις περιπτώσεις φάρμακο. Σταθεροποιημένο προϋπολογισμό και περιοριστική νομισματική πολιτική. Παρ' όλα αυτά , αυτά δεν ήταν επαρκή να εμποδίσουν έγκαιρα την κρίση που χτύπησε χώρες της Ανατολικής και Νοτιοανατολικής Ασίας.

#### Σχεδιάγραμμα 4

Ονομαστική συναλλαγματική ισοτιμία

Δολαρίου/rupiah Ινδονησίας



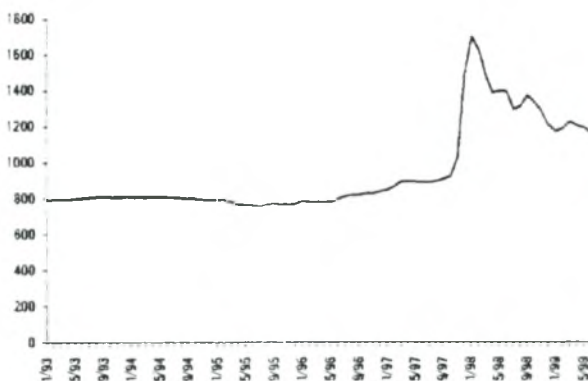
Πηγή: ifs

Αιτήματα για οικονομική βοήθεια που καταγράφηκαν απ' την Ινδονησία, Ταϊλάνδη και Νότια Κορέα ήταν άνευ προηγουμένου και μαζί συνοψίστηκαν σε 120 δισ USD. Στις αρχές του Φεβρουαρίου του 1998, οι ασφαλιστικές εταιρείες στην Ινδονησία, Μαλαισία, Φιλιππίνες, Νότια Κορέα και Ταϊλάνδη κατέγραψαν μια πτώση από 53 σε 76 τοις εκατό συγκρινόμενες με τις υψηλότερες τιμές τους το 1996 και 1997. Εν τω μεταξύ, οι συναλλαγματικές ισοτιμίες αυτών των χωρών ως προς το Αμερικάνικο δολάριο υποτιμήθηκαν κατά 40 έως 72 τοις εκατό (Chote, 1998). Άλλη μια φορά έγινε φανερό ότι η πολιτική του IMF στο να εφαρμόσει προγράμματα εξόδου από την κρίση σ' όλες τις χώρες ήταν λανθασμένη.

#### Σχεδιάγραμμα 5

Ονομαστική συναλλαγματική ισοτιμία

Δολαρίου/won Κορέας



Πηγή: ifs

Θα έπρεπε ν' αναφερθεί ότι το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο μείωσε σημαντικά τις προσδοκίες του για οικονομική ανάπτυξη των χωρών που ήταν υπό κρίση το 1998, αρχίζοντας από τα μέσα του 1997 έως την αρχή του 1998. (πιν. 1). Αυτό δείχνει ότι και το ίδιο το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο δεν ήταν σίγουρο εάν η κρίση θα εμφανίζονταν και ποιο θα μπορούσε να ήταν το μέγεθός της.

Με το τέλος του 1997 να πλησιάζει, το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο έκανε στα σχέδιά του προσαρμογές προς τα κάτω. Για παράδειγμα η αρχική πρόβλεψη για την



ανάπτυξη του πραγματικού ΑΕΠ της Ταϊλάνδης ήταν 7 τοις εκατό. Παρόλα αυτά, μετά από εννιά μήνες η χώρα κατέγραψε μια πτώση του πραγματικού ΑΕΠ της τάξης του 2.7 τοις εκατό, και τα τελικά δεδομένα για το 1998 υποδήλωναν μια ακόμη πιο έντονη πτώση της τάξης του 8 τοις εκατό. Το ίδιο μοτίβο μπορούσε να παρατηρηθεί στις περιπτώσεις άλλων κρατών που ήταν σε κρίση με εξαίρεση την Ευρωπαϊκή Ένωση της οποίας η οικονομική ανάπτυξη ήταν η μοναδική που το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο κατάφερε να προβλέψει.

Το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο πάντοτε παίζει ένα ρόλο κλειδί στο να συντονίζει την οικονομική βοήθεια στις χώρες που ήρθαν αντιμέτωπες με την κρίση. Παρ' όλ' αυτά η οικονομική βοήθεια δεν δίνεται χωρίς όρους. Νομισματικά, δημοσιονομικά και άλλα συστατικά της οικονομικής πολιτικής των χωρών ελέγχονταν απ' το Ταμείο. Η νομισματική πολιτική έπρεπε να είναι αξιόπιστη και σταθερή για να αντιμετωπίσει ξαφνική υποτίμηση του εγχώριου νομίσματος που επηρεάζει αρνητικά τον εγχώριο πληθωρισμό και τους ισολογισμούς διαφόρων ιδρυμάτων που είναι εκτεθειμένοι στο κίνδυνο. Ο οικονομικός τομέας βρίσκεται στην ρίζα της κρίσης και η αποκατάστασή του είναι ένα επείγον θέμα που πρέπει να αντιμετωπιστεί αμέσως και προσεκτικά. Η διοίκηση των επιχειρήσεων θα πρέπει να βελτιώνει και ταυτόχρονα να επαυξάνει τη διαφάνεια και την υπευθυνότητα. Η δημοσιονομική πολιτική θα πρέπει να περιλαμβάνει τη μείωση του δανεισμού απ' το εξωτερικό και την εμπιστοσύνη στις ξένες καταθέσεις.

### **2.3.3 Εξελίξεις μετά την κρίση (μέσα του 1999)**

Σύμφωνα με την τελευταία αναφορά του IMF, οι χώρες που χτυπήθηκαν από την Ασιατική κρίση έχουν αρχίσει την οικονομική τους ανάρρωση. Αυτή η διαδικασία βοηθήθηκε από την οικονομική σταθερότητα και την ενδυνάμωση του συναλλάγματος που καθιστά ικανή μια λιγότερο περιοριστική νομισματική πολιτική, μια υποστηριζόμενη δημοσιονομική πολιτική και μια βελτίωση της εμπιστοσύνης στην χώρα και στο εξωτερικό. Απ' τις τέσσερις χώρες που χτυπήθηκαν από την κρίση, μόνο η Ινδονησία προβλέπονταν να έχει πτώση στο πραγματικό της ΑΕΠ κατά 4 τοις εκατό, το 1999, κυρίως σαν αποτέλεσμα πολιτικών και κοινωνικών προβλημάτων στη χώρα. Τα πραγματικά επιτόκια πρέπει να παραμείνουν υψηλά για να διατηρήσουν την σταθερότητα συναλλάγματος.

Η Ταϊλάνδη ήταν η πρώτη Ασιατική οικονομία που αντιμετώπισε τέτοια κρίση το

1997. Παρ' όλα αυτά η οικονομία της σταθεροποιήθηκε στις αρχές του 1999 δυναμώνοντας έτσι το συνάλλαγμα και κάνοντας δυνατή την μείωση των επιτοκίων σε επίπεδα κατώτερα εκείνων που επικρατούσαν πριν την κρίση. Η επεκτατική δημοσιονομική πολιτική είναι κατάλληλη σ' αυτήν την περίπτωση και ο IMF προέβλεπε μια ελαφριά ανάπτυξη του πραγματικού ΑΕΠ κατά ένα τοις εκατό το 1999.

Η Κορέα που επίσης πέρασε μια κρίση είχε την μεγαλύτερη ευκαιρία αύξησης του ΑΕΠ εκείνο το χρόνο. Σύμφωνα με τις προβλέψεις του IMF, η χώρα αναμένονταν να καταγράψει μια αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ της τάξης του 2 τοις εκατό για το έτος 1999. Μια τέτοια κατάσταση έχει επιτευχθεί χάρη στην οικονομική σταθερότητα και την καλή μακροοικονομική πολιτική, καθώς επίσης και στην γρήγορη αποκατάσταση της εμπιστοσύνης των ξένων επενδυτών στην Κορέα. Ένα έλλειμμα του προϋπολογισμού ίσο με το 5.5 τοις εκατό του ΑΕΠ αναμένονταν, με σκοπό να δώσει ώθηση στην οικονομία..

Σύμφωνα με τα τελευταία σχέδια του IMF, η Μαλαισία αναμένονταν να καταγράψει μια ελαφριά αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ κατά 0,9 τοις εκατό για το 1999. Η χώρα επικεντρώθηκε στη βελτίωση της ανταγωνιστικότητάς της σε σχέση με τις άλλες χώρες στην περιοχή, των οποίων τα νομίσματα αναβαθμίστηκαν ως προς το Αμερικάνικο δολάριο, ενώ η Μαλαισία στήριξε το συνάλλαγμά της στο δολάριο το Σεπτέμβριο του 1998.

#### **2.4 Νομισματική Κρίση στη Ρωσία και στις χώρες σε μετάβαση.**

Τον Αύγουστο του 1998, το επίκεντρο της πίεσης στην παγκόσμια οικονομική αγορά μετατοπίστηκε απ' τη Νοτιοανατολική Ασία στην Ρωσία. Μέτρα έκτακτης ανάγκης που ανακοινώθηκαν απ' τη Ρωσική κυβέρνηση στα μέσα του Αυγούστου του 1998 πραγματικά σήμαιναν μια υποτίμηση στο ρούβλι χωρίς καμιά υποστήριξη απ' την μακροοικονομική πολιτική. Τα μέτρα έκτακτης ανάγκης συμπεριλάμβαναν την αναδόμηση του δημόσιου χρέους σε ρούβλια καθώς επίσης και μια αναστολή 90 ημερών στις πληρωμές των ξένων χρεών. Αυτές οι εξελίξεις δυνάμωσαν τους φόβους στις οικονομικές αγορές, όχι μόνο σε σχέση με την Ρωσία αλλά επίσης και σε σχέση με τις ανερχόμενες αγορές, κυρίως των χωρών σε μετάβαση της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης.

### 2.4.1 Αιτίες της Ρωσικής Κρίσης

Μια άμεση αιτία της Ρωσικής κρίσης βρίσκεται στην αυξανόμενη έλλειψη εμπιστοσύνης των οικονομικών αγορών προς την Ρωσική δημοσιονομική πολιτική και τις συνθήκες πληρωμής, που οδήγησαν σε μια μείωση στα διεθνή αποθέματα και στην ανικανότητα στο να ξεπληρώσει τα κρατική ομόλογα. Η γενική αιτία της κρίσης, παρ' όλα αυτά μπορεί να αποδοθεί κυρίως στο φτωχά εξελισσόμενο δημοσιονομικό σύστημα, το οποίο στερούνταν επαρκούς νομοθετικής υποστήριξης που θα έπρεπε να θέσει σε εφαρμογή αναβαθμίσεις και να καθιερώσει ένα αποτελεσματικό δημοσιονομικό σύστημα. Μια ολοκληρωτική δημοσιονομική αναβάθμιση είναι βασική για την ποιοτική λειτουργία ολόκληρης της μακροοικονομικής πολιτικής. Τα χαμηλά έσοδα απ' την μία πλευρά και οι μεγάλες δημοσιονομικές δαπάνες απ' την άλλη, δημιούργησαν ένα τεράστιο έλλειμμα στον κρατικό προϋπολογισμό. Συνεχιζόμενη με τα χρόνια, μια τέτοια κατάσταση είχε οδηγήσει σ' ένα μη υποστηριζόμενο επίπεδο δημόσιου χρέους και μια ανικανότητα συντήρησής του. Τα δημοσιονομικά προβλήματα μπορούν να αποδοθούν στην ανεπάρκεια του φορολογικού συστήματος -ανεπαρκής συλλογή φόρων- που ενθάρρυναν την φοροδιαφυγή. Όλοι αυτοί οι παράγοντες είχαν μια αρνητική επιρροή στην Ρωσική οικονομία ακόμη και πριν την κρίση.

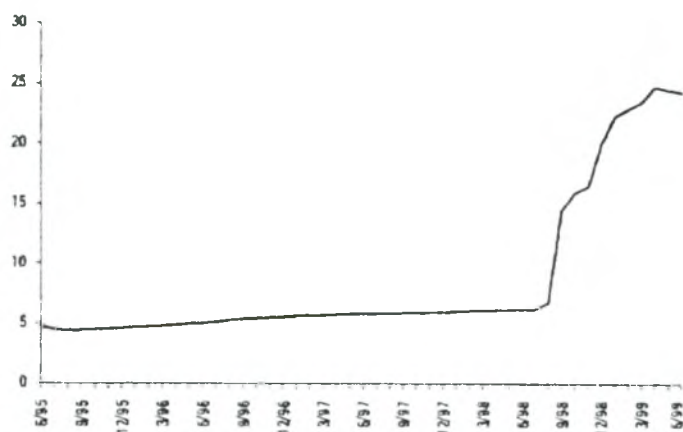
Τα μεγαλύτερα επιτεύγματα της μεταρρυθμιστικής Ρωσικής κυβέρνησης βρίσκονται στον μειωμένο πληθωρισμό και στο σταθερό ρούβλι (πίνακες 4 και 5) που προήλθαν απ' την προσκόλληση του ρωσικού νομίσματος στο αμερικάνικο δολάριο και από μια σχετικά περιοριστική νομισματική πολιτική. Παρόλο που μειώθηκαν οι πληθωριστικές τάσεις το δημόσιο χρέος καθώς επίσης και ο εγχώριος και ξένος δανεισμός αυξήθηκαν. Επί πλέον, το Ρώσικο πρόγραμμα σταθεροποίησης επωφελήθηκε απ' την Ασιατική κρίση η οποία παρακίνησε πολλούς ξένους επενδυτές να μεταφέρουν τα κεφάλαιά τους από την Ασία στην Ρωσία. Σε μια προσπάθεια να μεταφέρουν, σε βραχυπρόθεσμη βάση, τις επενδύσεις τους από την Νοτιοανατολική Ασία, σε ένα πιο ασφαλές μέρος, έως ότου η κατάσταση γίνει πιο ήρεμη, η Ρωσία φαίνονταν να παρέχει μια ευνοϊκή λύση. Οι οικονομικοί της δείκτες ήταν ελπιδοφόροι, και προσέλκυσε τους ξένους επενδυτές με τα βραχυπρόθεσμα ομόλογα της.



## Σχεδιάγραμμα 6

### Ονομαστική συναλλαγματική ισοτιμία

#### Δολαρίου/ρούβλι Ρωσίας



τιμές τους υπό έλεγχο. Επιπλέον, έπρεπε να συνεχίσουν τις προσπάθειές τους για να θέσουν σε εφαρμογή δομικές μεταρρυθμίσεις και να άρουν τις πιέσεις που εμποδίζουν την φιλελευθεροποίηση των συναλλαγματικών ισοτιμιών εξαιτίας μιας επιδείνωσης του ισοζυγίου πληρωμών.

#### **2.4.3 Η Ασιατική και η Ρωσική νομισματική κρίση διαδίδονται στις Ευρωπαϊκές σε μετάβαση χώρες.**

Οι Ευρωπαϊκές σε μετάβαση χώρες υπέφεραν από ένα σχετικά σύντομο και αδύναμο χτύπημα στις αγορές τους και από τη δυσκολία της πρόσβασής τους στην ξένη χρηματοδότηση εξαιτίας της Ασιατικής και της Ρωσικής κρίσης. Αυτό μπορεί να εξηγηθεί απ' το γεγονός ότι μερικές οικονομίες είναι σχετικά κλειστές μιας και δεν έχουν φιλελευθεροποιήσει τα οικονομικά τους μεγέθη. Παρ' όλ' αυτά η κρίση δεν είχε μεγάλη επίδραση ακόμη και σε κείνες τις χώρες που ήταν ανοικτές στις διεθνείς κεφαλαιαγορές και είχαν σχετικά μεγάλα ελλείμματα.

Καθώς η κρίση έφτανε στην κορύφωσή της η Ουγγαρία, η Πολωνία και η Τσεχία δεχόταν πίεση να ανατιμήσουν τα νομίσματά τους καθώς εκείνη την στιγμή θεωρούνταν σαν πιθανές αγορές για ασφαλείς ξένες επενδύσεις. Ο λόγος γι αυτό βρίσκεται στο γεγονός ότι αυτές οι χώρες είχαν αρχίσει να θέτουν σε εφαρμογή μακροοικονομικά μέτρα που θεωρούνταν επιθυμητά απ' τους ξένους επενδυτές. Πρέπει να λάβουμε υπ' όψιν ότι το 1997 η Τσεχία δέχονταν πιέσεις για υποτίμηση εξαιτίας των προβλημάτων στο τραπεζικό της σύστημα. Σύμφωνα με τον Hrnčíř<sup>17</sup> (1997), ήταν μόνο μια προειδοποίηση που δόθηκε απ' την αγορά ότι η μακροοικονομική πολιτική θα έπρεπε να αλλάξει.

Η δημοκρατία της Τσεχίας, συνεπώς, είναι ένα ενδιαφέρον παράδειγμα μιας χώρας που είχε δεχτεί ένα είδος προειδοποίησης για νομισματική κρίση ένα χρόνο πριν την Ρωσική κρίση. Αυτή η χώρα ήταν η πρώτη ανάμεσα στις υπόλοιπες σε μετάβαση χώρες που είχε προωθήσει με επιτυχία την μετάβαση της σε μια αναπτυγμένη βιομηχανική χώρα και έτσι προσέελκυσε σημαντικές ξένες επενδύσεις. Το ενδιαφέρον των ξένων επενδυτών σε άμεσες επενδύσεις και σε επενδύσεις τίτλων σ' αυτή τη χώρα παρακινήθηκε από μια πρώιμη ιδιωτικοποίηση. Έως τα μέσα του 1997, όταν ήρθαν στην επιφάνεια οι πρώτες αδυναμίες, η Δημοκρατία της Τσεχίας αποτελούσε ένα πρότυπο για τις άλλες μεταβατικές χώρες. Οι αδυναμίες αντικατοπτρίστηκαν σε μια αποτυχία αρκετών μεσαίων τραπεζών, στο αυξανόμενο



δημοσιονομικό έλλειμμα και στο έλλειμμα του ισοζυγίου πληρωμών. Η έξοδος από την κρίση άρχισε ακολουθώντας την υιοθέτηση περιοριστικής νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής. Αυτό οδήγησε σε μια βελτίωση του ελλείμματος του ισοζυγίου πληρωμών και μια επιβράδυνση της οικονομικής ανάπτυξης έτσι ώστε η Ασιατική και Ρωσική κρίση να έχουν περιορισμένη επίδραση στην Τσέχικη οικονομική αγορά.

Η Ουγγαρία επίσης βίωσε μια μικρή πίεση στις ξένες αγορές εξαιτίας της Ασιατικής και Ρωσικής κρίσης. Η θετική εμπειρία μπορεί να αποδοθεί στα μέτρα που εισήχθησαν από την κυβέρνηση της Ουγγαρίας, που είχαν στόχο μια βελτιωμένη οικονομική πολιτική και την οικονομική ανάπτυξη. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι οι κατά κεφαλήν ξένες άμεσες επενδύσεις στην Ουγγαρία είναι κατ' εξοχήν μεγαλύτερες σε σύγκριση με τις άλλες μεταβατικές χώρες.

Η προσέλκυση των ξένων επενδυτών στην Πολωνία μετά την Ασιατική κρίση πιθανόν να βρίσκεται στα κανονικά της επίπεδα. Το zloty ήταν υπό πίεση για να ανατιμηθεί, αλλά την εβδομάδα όπου η νομισματική κρίση στη Ρωσία κορυφώθηκε, το zloty υποτιμήθηκε κατά 7 τοις εκατό. Η κεντρική τράπεζα δεν μεσολάβησε για να αποτρέψει αυτή την υποτίμηση.

Μια κρίσιμη πρόκληση για τις μεταβατικές χώρες, τη στιγμή που εμφανίζεται η κρίση, βρίσκεται στις δομικές τους μεταρρυθμίσεις. Σε πολλές περιπτώσεις η απουσία τους δημιουργεί μια μακροοικονομική ανισορροπία η οποία συμβάλλει στην πίεση των οικονομικών αγορών και στην φτωχή οικονομική ανάπτυξη. Η Ρωσία είναι ένα καλό παράδειγμα φτωχών δημοσιονομικών εισροών, όχι μόνο σαν αποτέλεσμα μη καθορισμένης φορολογικής πολιτικής, αλλά επίσης σαν αποτέλεσμα φτωχής διαχείρισης των δημοσιονομικών δαπανών, που καταλήγουν σε μια γενική έλλειψη πειθαρχίας στις πληρωμές. Οι εμπορικές τράπεζες επίσης έθεσαν ένα μεγάλο πρόβλημα. Ο μαζικός ξένος δανεισμός περιόριζε την άσκηση νομισματικής πολιτικής.

Εμπειρικές αναλύσεις δείχνουν ότι ο κύριος λόγος για τον οποίο η οικονομική ανάπτυξη της Ρωσίας και των άλλων 11 χωρών της πρώην Σοβιετικής Ένωσης έμεινε πίσω, σε σχέση με εκείνη των χωρών σε μετάβαση της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης, είναι ο χαμηλότερος ρυθμός αύξησης, των προσανατολισμένων προς τις αγορές, δομικών μεταρρυθμίσεων (Fischer, Sahay, and Vegh, 1997)<sup>18</sup>. Παρόλα αυτά, σε ορισμένους τομείς όλες αυτές οι χώρες απέτυχαν να κάνουν ολοκληρωτικές μεταρρυθμίσεις. Ιδιαίτερα, το θέμα της εναλλαγής του ρόλου της πολιτείας και του

επιχειρηματικού περιβάλλοντος σε έναν ρόλο που να ταιριάζει με την ανάπτυξη του ιδιωτικού τομέα δεν το είχαν χειριστεί πλήρως. Οι προτεραιότητες στις περισσότερες περιπτώσεις θα έπρεπε να δινόταν στην ενδυνάμωση των τραπεζικών κανονισμών και της επίβλεψης, στις μεταρρυθμίσεις στον ιδιωτικό τομέα, στη μείωση του μονοπωλίου (συμπεριλαμβάνοντας και τον δημόσιο τομέα), στη βελτίωση του φορολογικού καθεστώτος και στις υπηρεσίες συνταξιοδότησης και υγείας. Αυτές οι μεταρρυθμίσεις δεν βοηθούν μόνο για μια πιθανή ενδυνάμωση της οικονομικής ανάπτυξης, αλλά επίσης μειώνουν την πιθανότητα μιας κρίσης.

## **2.5 Λατινο-Αμερικάνικη Κρίση II**

### **2.5.1 Η κρίση στη Βραζιλία**

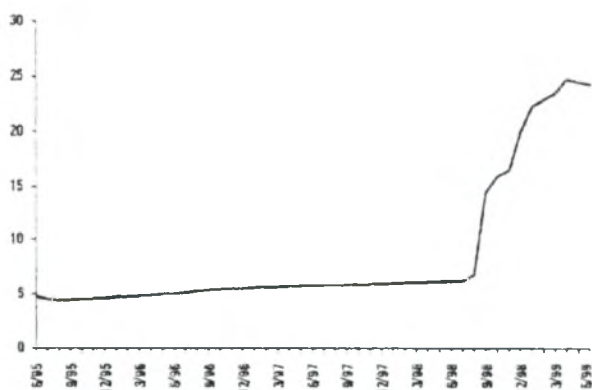
Η οικονομική και νομισματική κρίση της Βραζιλίας είναι το πιο πρόσφατο παράδειγμα που δείχνει πόσο ευαίσθητες είναι οι μεταβατικές και ανερχόμενες στην αγορά χώρες, στις αλλαγές των κινήσεων του διεθνούς κεφαλαίου. Η Βραζιλιάνικη κρίση που άρχισε στο τέλος του 1998 έφτασε στο αποκορύφωμά της στις αρχές του 1999 και είναι τυπική κρίση του μοντέλου της δεύτερης γενιάς. Η οικονομική ανάπτυξη της Βραζιλίας αντιμετώπισε δυσκολίες που πρωταρχικά ήταν δημοσιονομικής φύσης. Η κυβέρνηση της Βραζιλίας αντέδρασε αμέσως. Στις 13 Νοεμβρίου, ζήτησε από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο το ποσό των 30 δις. USD, για τρία χρόνια. Εκτός απ' το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο το αίτημα αυτό της Βραζιλίας επικροτήθηκε από την παγκόσμια τράπεζα, και τις περισσότερες αναπτυγμένες βιομηχανικές χώρες.

Αρχικά, η κυβέρνηση έβαλε με επιτυχία σε εφαρμογή τα στοιχεία του δημοσιονομικού πακέτου που παρείχαν και την βάση του προγράμματος. Αλλά αργότερα, κάποια άλλα μέτρα του διακανονισμού, ιδιαίτερα εκείνα που σχετίζονταν με την αναβάθμιση του φορολογικού συστήματος και τις κοινωνικές και συνταξιοδοτικές μεταρρυθμίσεις, απέτυχαν να περάσουν στην Βουλή. Το Δεκέμβριο η προσπάθεια της κεντρικής τράπεζας να κατευνάσει την κατάσταση, μειώνοντας τα επιτόκια από 40 σε 29 τοις εκατό ετησίως, δυστυχώς απέτυχε να φέρει θετικά αποτελέσματα. Οι χαμηλές προσδοκίες της χρηματαγοράς προκάλεσαν εκροή δολαρίου, ακόμη και πριν το κλείσιμο του χρόνου, και η πίεση στα διεθνή της αποθέματα έφθασε στο μέγιστο έως τα μέσα του Ιανουαρίου.

Στις 13 Ιανουαρίου, η κεντρική τράπεζα άρχισε να μεγαλώνει τα περιθώρια της διακύμανσης του Βραζιλιάνικου νομίσματος. Η πίεση δεν αποδυναμώθηκε και από τις 15 Ιανουαρίου του 1999 το real αφέθηκε να διακυμαίνεται ελεύθερα. Ο μέσος όρος συναλλαγματικής ισοτιμίας άλλαξε από 1.52 reals, τον Ιανουάριο, στα 1.91 reals τον Φεβρουάριο του 1999.(σε σχέση πάντα με το δολάριο). Πριν απ' την αλλαγή στο καθεστώς της συναλλαγματικής ισοτιμίας, η τιμή συναλλάγματος ήταν στα 1.21 reals και σε δύο μήνες, το real έπεσε κατά 58 τοις εκατό σε σχέση με το δολάριο. Η πίεση δεν έκανε την Βουλή των αντιπροσώπων να περάσει επαρκή νομοθεσία αναγκαία για την εφαρμογή των μεταρρυθμίσεων. Ο προϋπολογισμός για το 1999 εγκρίθηκε στις 25 Ιανουαρίου του 1999, σε μια κατάσταση που χαρακτηρίζονταν από ένα πτωτικό real και αυξανόμενα με γρήγορο ρυθμό επιτόκια. Το κεφάλαιο έφυγε από τη Βραζιλία και η χώρα σύντομα έπεσε σε ύφεση. Η Βραζιλία σύντομα έλαβε οικονομική βοήθεια και κατάφερε να σταθεροποιήσει την τιμή συναλλάγματος κάνοντας έτσι μια σημαντική βελτίωση συγκρινόμενη με την κορύφωση της κρίσης. Αυτή η κατάσταση παρέχει ένα καλό παράδειγμα από ένα κλασικό κανονικό μοντέλο πρώτης γενιάς συνδυαζόμενο με τις απαισιόδοξες προβλέψεις.

### Σχεδιάγραμμα 7

Ονομαστική Συναλλαγματική Ισοτιμία  
Δολαρίου/real Βραζιλίας



Πηγή: ifs



## 2.6 Σχόλια για τους δείκτες των χωρών που βρέθηκαν σε κρίση

Οι πίνακας (6 έως 8) δείχνουν επιλεγμένους δείκτες για τις χώρες που ενεπλάκησαν στην Λατινο-Αμερικάνικη κρίση I και II (Μεξικό, Αργεντινή και Βραζιλία), την κρίση του Ευρωπαϊκού ERM (Αγγλία, Ιταλία, Σουηδία, και Φινλανδία), την Ασιατική κρίση (Νότια Κορέα, Ινδονησία, Μαλαισία και Ταϊλάνδη) και την Ρωσική κρίση (Ρωσία)..

Ο πίνακας 6 δείχνει τα συνολικά αποθέματα των χωρών που προσβλήθηκαν από την κρίση. Αυτός είναι ένας δείκτης της νομισματικής κρίσης όπως φαίνεται και στα μοντέλα της πρώτης γενιάς. Πράγματι, υποστηρίζοντας τη συναλλαγματική ισοτιμία, τα αποθέματα τείνουν να εξαντληθούν κατά την διάρκεια περιόδων κρίσης, ιδιαίτερα στην περίπτωση των χωρών που θεωρούνται ότι ανήκουν στην κατηγορία των μοντέλων της πρώτης γενιάς (Μεξικό, Αργεντινή, Ρωσία).

Ένα άλλο ενδιαφέρον παράδειγμα που προβάλλεται από τους Kaminsky, Lizondo and Reinhart (1997)<sup>19</sup> είναι η αναλογία της προσφοράς χρήματος (broad money) (M4) και των αποθεμάτων. Αυτό φαίνεται στον πίνακα 7. Αυτή η αναλογία αυξάνεται κατά τη διάρκεια της κρίσης καθώς ο παρονομαστής μειώνεται, επειδή τα αποθέματα ξοδεύονται για να υποστηρίξουν το νόμισμα. Μια αυξανόμενη αναλογία την στιγμή της κρίσης εν μέρει αποδίδεται σε μια αύξηση στην αξία εκείνου του μέρους της προσφοράς χρήματος (broad money) που αποτελεί την ονομαστική αξία του ξένου συναλλάγματος.

Ένας από τους δείκτες κλειδιά της νομισματικής κρίσης είναι σίγουρα η πραγματική τιμή συναλλάγματος που φαίνεται στον πίνακα 8, και υπολογίζεται με βάση την ονομαστική τιμή συναλλάγματος του εθνικού νομίσματος ως προς το δολάριο και τον εθνικό δείκτη τιμών καταναλωτή συγκρινόμενο με το δείκτη τιμών καταναλωτή των ΗΠΑ. Μια αύξηση στην αξία δηλώνει μια πραγματική υποτίμηση. Μπορεί εύκολα να παρατηρηθεί ότι τη στιγμή της νομισματικής κρίσης, συμβαίνει μια πραγματική υποτίμηση του εθνικού νομίσματος απέναντι στο δολάριο.



## Συμπέρασμα

Οι νομισματικές κρίσεις δεν είναι καινούριο φαινόμενο, ούτε και θα τελειώσουν με την Ασιατική και Βραζιλιάνικη κρίση. Η αυξανόμενη παγκοσμιοποίηση των χρηματαγορών, και των επενδυτών που επιδιώκουν το κέρδος, εκθέτουν τις ανερχόμενες αγορές σε μια συνεχώς αυξανόμενη κινητικότητα του κεφαλαίου και σε αναζήτηση μεγαλύτερων κερδών. Μολονότι η παγκοσμιοποίηση των αγορών είναι ένας τρόπος για την είσοδο ξένου κεφαλαίου στις ανερχόμενες αγορές, εντούτοις μπορεί εύκολα οι αγορές αυτές να γίνουν δυστυχώς ο τόπος από τον οποίο θα δραπετεύσει αυτό το κεφάλαιο.

Τα θεωρητικά μοντέλα της νομισματικής κρίσης μπορούν να χωριστούν σε τρεις γενιές. Τα μοντέλα πρώτης γενιάς, που χρονολογούνται απ' την εργασία του P. Krugman στη δεκαετία του 1970, χαρακτηρίζονται από τις κινήσεις των θεμελιωδών μακροοικονομικών μεταβλητών που δεν είναι συμβατές με το προσδοκώμενο επίπεδο της συναλλαγματικής ισοτιμίας, ιδιαίτερα σε καθεστώτα σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών, που οδηγούν τελικά σε κερδοσκοπικές επιθέσεις. Τα μοντέλα της δεύτερης γενιάς, που αρχίζουν με την εργασία του M. Obstfeld, που τονίζουν το σημαντικό ρόλο που μπορούν να διαδραματίσουν οι προσδοκίες σχετικά με την εξέλιξη και την πορεία των αγορών μιας και μπορούν, χωρίς να υπάρχουν μεγάλες αλλαγές στην κυβερνητική πολιτική και τις κινήσεις των θεμελιωδών μακροοικονομικών μεταβλητών, να οδηγήσουν τελικά σε κερδοσκοπικές επιθέσεις. Μια αλλαγή στις προσδοκίες μπορεί να προκύψει από διάφορα κίνητρα τα οποία πολλές φορές είναι άσχετα με τις πραγματικές μεταβλητές της οικονομίας με αποτέλεσμα να οδηγούμαστε σε κρίση. Τέλος έχουμε και τα μοντέλα της τρίτης γενιάς που, βασιζόμενα στην εμπειρία της Ασιατικής κρίσης, δείχνουν ότι υπάρχουν πραγματικές αιτίες για την κρίση οι οποίες, εξαιτίας των εγγυήσεων της πολιτείας και του ανεπαρκούς τραπεζικού συστήματος, διαδίδονται στο ευρύτερο οικονομικό σύστημα και στη συνέχεια στο σύστημα των συναλλαγματικών ισοτιμιών.

Η πιθανότητα για την πρόβλεψη μιας κρίσης παραμένει μια μεγάλη πρόκληση που θα έπρεπε να πραγματοποιηθεί με μια καλύτερη συνεργασία μεταξύ των ιδιωτών επενδυτών και των αρμοδίων για την οικονομική πολιτική. Θα πρέπει να λαμβάνεται υπ' όψιν ότι είναι σχεδόν αδύνατο να αναγνωρίσουμε και να ερμηνεύσουμε σωστά

τα σημάδια εμφάνισης της κρίσης γιατί η κάθε μια έχει τα δικά της χαρακτηριστικά. Παρ' όλα αυτά, μια πρόωπη ανίχνευση της κρίσης σε συνδυασμό με την κατάλληλη ανταπόκριση του κράτους και των επενδυτών μπορεί να βοηθήσει στο να εμποδιστεί η κρίση.

Εφόσον ένα καθεστώς συναλλαγματικής ισοτιμίας είναι σίγουρα ένα από τα βασικά στοιχεία που μπορούν να οδηγήσουν σε μια κρίση, είναι σημαντικό να λάβουμε υπ' όψιν τις αλλαγές που πραγματοποιούνται σ' αυτό. Για μερικές οικονομίες είναι εν μέρει καλύτερα να έχουν μεγαλύτερη ευελιξία στις συναλλαγματικές ισοτιμίες, εξαιτίας των πλεονεκτημάτων που κερδίζονται από την αποφυγή του ρίσκου που υπάρχει στα καθεστώτα των σταθερών ισοτιμιών εξαιτίας της υπερβολικής έκθεσής στο ξένο συνάλλαγμα. Παρ' όλα αυτά μερικές φορές όμως οι κυβερνήσεις είναι δύσκολο να αποφασίσουν να εγκαταλείψουν ένα καθεστώς σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας επειδή αυτού του είδους το καθεστώς υποστηρίζει τα σταθεροποιητικά προγράμματα και ανεβάζει την εμπιστοσύνη των πολιτών. Όλες οι χώρες έχουν επωφεληθεί πολύ από την πρόσβασή τους στην παγκόσμια αγορά αλλά πρέπει να επισημάνουμε ότι αυτά τα οφέλη έχουν επίσης και την αρνητική τους πλευρά η οποία σχετίζεται κυρίως με την ανεπάρκεια των αναπτυσσόμενων αγορών να αντεπεξέλθουν στις δυσμενείς οικονομικές συγκυρίες κυρίως λόγω της έλλειψης των απαραίτητων υποδομών. Αυτό σημαίνει ότι η φιλελευθεροποίηση του κεφαλαίου ανάμεσα σε άλλα πράγματα απαιτεί πιο επαρκή επίβλεψη και σημαντικότερες μεταρρυθμίσεις στους οικονομικούς θεσμούς.

Η Ασιατική, η Ρωσική και η Βραζιλιάνικη κρίση έδειξαν άλλη μια φορά ότι ήταν αναγκαίο να γίνουν προσαρμογές στο διεθνές οικονομικό σύστημα με σκοπό να ελαχιστοποιηθεί η πιθανότητα πραγματοποίησης των κρίσεων. Ο ιδιωτικός τομέας, οι κυβερνήσεις των χωρών καθώς και οι διεθνείς οικονομικοί οργανισμοί, όπως το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, παίζουν ένα ρόλο κλειδί στην εξέλιξη του παγκόσμιου οικονομικού συστήματος και για το λόγο αυτό θα πρέπει να παίρνουν εκείνες τις αποφάσεις που φιλελευθεροποιούν και ταυτόχρονα θωρακίζουν το ευρύτερο οικονομικό σύστημα.

## Παραπομπές

1. Πιο κάτω στο κείμενο οι λογάριθμοι των μεταβλητών θα γράφονται με πεζά γράμματα.
2. Από δω και πέρα σ' αυτό το κείμενο οι μεταβλητές στον εκθέτη \* δηλώνουν διεθνείς μεταβλητές
3. Σε πολλές μελέτες ζήτησης χρήματος, μη λογαριθμικά επιτόκια χρησιμοποιούνται αντί για λογαριθμικά, εφόσον ο λογάριθμος μειώνει τη σχετική επίδραση των επιτοκίων (τα οποία είναι κανονικά μονοψήφιοι αριθμοί, σε αντίθεση με άλλες μικροοικονομικές μεταβλητές). Για χαμηλά ονομαστικά επιτόκια (χωρίς υψηλό πληθωρισμό) ο παράγοντας επιτόκιο  $(1+i)$  και  $(1+i^*)$  είναι σχεδόν μονάδα. Η ακόλουθη εξίσωση μπορεί έτσι να εφαρμοστεί:  
$$E(\varepsilon_{t+1})/\varepsilon_t = 1 + (r_t - r_t^*)/(1 + r_t^*) \approx 1 + r_t - r_t^*$$
απ' την οποία βγαίνει η εξίσωση 4.
4. Διεθνή επιτόκια, τα οποία σε περίπτωση τέλει οικονομικής κινητικότητας ισοδυναμούν με τα εγχώρια επιτόκια.
5. Cagan, P. (1956): The Monetary Dynamics of hyperinflation in Friedman, Milton, ed., Studies in the Quantity Theory of money, The University of Chicago Press, Chicago, 1956, pp. 25-117
6. Krugman, P. (1979): A Model of Balance-of Payment Crisis, Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 11, No. 3, August 1979, pp.311-325
7. Obstfeld, M. (1986): Rational and Self-Fulfilling Balance-of-Payments Crises, American Economic Review, Vol.76. No.1, March 1986, pp.72-81.
8. Krugman, P. (1998a) Currency Crises, <http://web.mit.edu/krugman/www/crises.html>.
9. Ένα πιο περίπλοκο μοντέλο που συμπεριλαμβάνει την κατάσταση παρουσιάζεται στο: Irwin and Vines (1999)
10. Kaminsky, G. and C.M. Reinhart (1999): The Twin Crises: The Cause of Banking and Balance-of-Payments Problems, American Economic Review, Vol, 89, No.3, June 1999, pp. 473-500
11. Οι ακόλουθες χώρες αναφέρονται : νότια Κορέα, Ταϊλάνδη, Ινδονησία, Μαλαισία, μολονότι ο όρος συνήθως υπονοεί ότι η Ταϊβάν, η Σιγκαπούρη και άλλες

Ασιατικές χώρες δεν χτυπήθηκαν άσχημα από την κρίση.

12 Ito, T. and R. Portes (1998): Crisis Management, European Economic perspectivew, No. 17, Centre for Economic Policy Research.

.13. WEO(1998a): World Economic Outlook, International Monetary Fund, May 1998.

14. Wade, R. (1998): The Asian Debt-and-development Crisis of 1997-?: Causes and consequences, World Development, Vol. 26, No.8, pp. 1535-1553.

15. Mishkin, G. (1999): Lessons from the Asian Crisis, NBER Working Paper, No. 7012, April 1999

16. Chote, R. (1998)\*Financial Crises: The Lessons of Asia, Financial Crises and Asia, CEPR conference report.

17. Hrnčir, M. (1997): Czech Currency Turbulences Viewed from the Inside, Lessons from the Czech Exchange Rate Crises, A CEPR Conference, Prag.

18. Fischer, S., R. Sahay and C.A. Vegh (1997): From Transition to Market: Evidence and Growth Prospects n Salvatore Zecchini, ed. Lessons from the Economic Transition: Central and Eastern Europe in the 1990s, Kluwer Academic.

19. Kaminsky, G.,S. Lizondo and C.M. Reinhart (1997): Leading Indicators of Currency Crises, IMF Working Paper, WP/97/79, July 1997, Washington D.C.

## **Βιβλιογραφία**

- Buiter, H.W. c G. Corsetti and A.P. Pesenti (1998) "Financial Markets and European Monetary Cooperation, Cambridge University Press.
- Cagan, P. (1956): The Monetary Dynamics of hyperinflation in Friedman, Milton, ed., Studies in the Quantity Theory of money, The University of Chicago Press, Chicago, 1956, pp. 25-117
- Chote, R. (1998) "Financial Crises: The Lessons of Asia, Financial Crises and Asia, CEPR conference report.
- Flood, R.P. and N.P. Marion (1998): Perspectives on the Recent Currency Crises Literature, IMF Working Paper, WP/98/130, September 1998, Washington D.C.
- Fischer, S., R. Sahay and C.A. Vegh (1997): From Transition to Market: Evidence and Growth Prospects in Salvatore Zecchini, ed. Lessons from the Economic Transition: Central and Eastern Europe in the 1990s, Kluwer Academic.
- Funka, N. (1996): Vulnerability of Fixed Exchange Rate Regimes: The Role of Economic Fundamentals, OECD Economic Studies, No. 26, 1996/I pp. 157-176
- Hendricks, D. (1996): Evaluation of Value-at-Risk Models Using Historical Data, Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review, April 1996, pp. 39-69
- Hrnčíř, M. (1997): Czech Currency Turbulences Viewed from the Inside, Lessons from the Czech Exchange Rate Crises, A CEPR Conference, Prag.
- IMF (1999): Brazil memorandum of Economic Policies  
<http://www.imf.org/external/np/loi/1999/030899.htm>.
- IMF (1999a): Brazil: composition of the Support Package,  
<http://www.imf.org/external/np/exr/facts/brazil.html>.
- Irwin, G. and Vines (1999): A Krugman-Dooley-Sachs Third Generation Model of Asian Financial Crisis, CEPR Discussion paper Series, No. 2149, May 1999.
- Ito, T. and R. Portes (1998): Crisis Management, European Economic perspectives, No. 17, Centre for Economic Policy Research.
- Kaminsky, S.B. (1999): The Current International Financial Crisis: How Much Is New?, Journal of International Money and Finance, Vol. 18, pp.501-514.
- Kaminsky, G., S. Lizondo and C.M. Reinhart (1997): Leading Indicators of Currency

- Crises, IMF Working Paper, WP/97/79, July 1997, Washington D.C.
- Kaminsky, G. and C.M. Reinhart (1999): The Twin Crises: The Cause of Banking and Balance-of-Payments Problems, *American Economic Review*, Vol, 89, No.3, June 1999, pp. 473-500
- Kaminsky, G. and S.L. Schmukler (1999): What Triggers Market Jitters? A Chronicle of the Asian Crisis, *Journal of International Money and Finance*, Vol, 18, pp. 537-560.
- Krugman, P. (1979): A Model of Balance-of Payment Crisis, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 11, No. 3, August 1979, pp.311-325
- Krugman, P. (1998a): Currency Crises, <http://web.mit.edu/krugman/www/crises.html>.
- Krugman, P. (1999): Alas, Brazil, <http://web.mit.edu/krugman/www/brazil.html>.
- Mishkin, G. (1999): Lessons from the Asian Crisis, NBER Working Paper, No. 7012, April 1999
- Nellor, D.C.L. (1999): Tax Policy and the Asian Crisis, IMF Policy Discussion Paper, No.2.
- Obstfeld, M. (1984): Balance-of-Payments Crises and Devaluation, *Journal of Money, Credit, and Banking*, May 1984, Vol.16, pp.208-217
- Obstfeld, M. (1986): Rational and Self-Fulfilling Balance-of-Payments Crises, *American Economic Review*, Vol.76. No.1, March 1986, pp.72-81.
- Razin, A. and G.M. Milesi-Ferretti (1997): Sharp Reductions in Current Account Deficits: an Empirical Analysis, NBER Working Paper, No. 6310, December 1997.
- Razin, A. (1998): Advanced Topics in International Finance: Lectures, mimeo, Spring 1998, Harvard University.
- Wade, R. (1998): The Asian Debt-and-development Crisis of 1997-?: Causes and consequences, *World Development*, Vol. 26, No.8, pp. 1535-1553.
- Weber, A.A. (1998): Sources of Currency Crises: An Empirical Analysis, Oesterreichische Nationalbank, Working Paper 25, Wien, March 1998.
- WEO(1998a): World Economic Outlook, International Monetary Fund, May 1998.
- WEO(1998b): World Economic outlook, International Monetary Fund, October 1998.
- WEO(1999): world Economic Outlook, international Monetary Fund, May 1999.



## Παράρτημα Πινάκων

### ΠΙΝΑΚΑΣ 1 .

Σχεδιαζόμενη αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ, επί τοις εκατό

	5/1997	10/1997	12/1997	2/1998	1998 <sup>a</sup>
Ταϊλάνδη	7.0	3.5	0.0	-2.7	-8.0
Ινδονησία	7.5	6.2	2.0	-3.3	-13.7
Μαλαισία	7.9	6.5	2.5	-3.3	-6.5
Φιλιππίνες	6.4	5.0	3.8	2.9	-0.5
Νότια Κορέα	6.3	6.0	2.5	-0.2	-5.5
ΗΠΑ	2.2	2.5	2.3	-0.2	3.9
Ιαπωνία	2.9	2.1	1.1	0.1	-2.8
ΕΥ	2.9	2.8	2.7	2.7	2.8

Πηγή: Chote(1998); IMF world economic outlook, May 1999

### ΠΙΝΑΚΑΣ 2

Διεθνή αποθέματα σε εκατομμύρια USD

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Κροατία		167	617	1,410	2,036	2,440	2,686	2,816
Δημοκρατία της Τσεχίας			3,789	6,145	13,843	12,352	9,734	12,623
Πολωνία	3,633	4,099	4,092	5,842	14,774	17,844	20,407	27,400
Σλοβακία			416	1,691	3,364	3,419	3,230	2,923
Ουγγαρία	3,936	4,428	6,771	6,810	12,052	9,795	8,476	9,341
Σλοβενία	112	716	788	1,499	1,821	2,297	3,315	3,639
Ρουμανία	695	826	995	2,086	1,579	2,103	3,803	1,663
Βουλγαρία	311	902	655	1,002	1,236	484	2,249	2,679
Ρωσία			8,889	6,505	17,201	15,324	17,784	12,223
Ουκρανία		96	133	679	1,167	2,040	2,375	949

Πηγές: CNB Bulletin; Άλλες - IMF IFS or WIIW.

### ΠΙΝΑΚΑΣ 3

#### Ξένες άμεσες επενδύσεις σε εκατομμύρια \$

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1998 per capita
Ουγγαρία	1,200	2,851	4,338	6,632	8,316	13,265	16,093	17,529	19,500	1,932
Σλοβενία	500	827	1,044	954	1,331	1,760	1,981	2,194	2,500	1,261
Δημοκρατία Τσεχίας	72	595	1,573	2,153	3,191	5,923	7,061	6,763	10,591	1,029
Πολωνία	353	600	1,500	2,828	4,321	6,832	12,028	17,705	27,280	706
Κροατία				96 209		311	844	1,232	2,086	454
Σλοβακία				453 762		1,066	1,361	1,558	1,888	350
Ρουμανία	112	267	544	761 1,272		1,595	2,209	3,433	5,464	243
Βουλγαρία	13	14	34	137 348		510	767	1,403	1,910	231
Ρωσία				549		2,569	5,009	10,342	13,703	93
Ουκρανία				219 484		897	1,356	2,046	2,700	54

Πηγή: CNB bulletin; WIIW Research Report, No 257, June 1999

### ΠΙΝΑΚΑΣ 4

#### Ονομαστική συναλλαγματική ισοτιμία δολαρίου/εθνικών νομισμάτων

		1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Κροατία	HRK	0.011	0.020	0.266	3.57700	5.996	5.230	5.434	6.157	6.362
Δημοκρατία της Τσεχίας	CZK	17.820	29.72 0	28.190	2915000	28.790	26.540	27.140	31.700	34.500
Πολωνία	PLZ	0.950	1.058	1.363	1.81100	2.272	2.425	2.696	3.279	3.490
Σλοβακία	SKK	17.800	29.70 0	28.200	30.80000	32.000	29.700	30.700	33.600	36.000
Ουγγαρία	HUF	63.200	74.70 0	79.000	91.90000	105.20 0	125.70 0	152.60 0	186.80 0	214.400
Σλοβενία	SLT	11.300	27.60 0	81.300	113.20000	128.80 0	118.50 0	135.40 0	159.70 0	166.100
Ρουμανία	RML	22.000	76.00 0	308.000	760.00000	1,655.0 00	2,033.0 00	3,084.0 00	7,168.0 00	8,864.0 00
Βουλγαρία	BLL	2.200	17.80 0	23.300	27.60000	54.100	67.200	177.90 0	1,681.9 00	1,760.7 00
Ρωσία	RUB			0.270	1.03000	2.210	4.550	5.120	5.790	9.710
Ουκρανία	UAH			0.002	0.04795	0.317	1.473	1.830	1.862	2.450

Πηγές: Croatia-Croatian National Bank; Other -IMF IFS or WIIW.

## ΠΙΝΑΚΑΣ 5

### Retail prices, ετήσια αλλαγή επί τοις εκατό

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Κροατία	249.8	938.2	1,149.3	-3.0	3.7	3.4	3.8	5.4
Δημοκρατία της Τσεχίας	56.6	11.1	20.8	10.0	9.1	8.8	8.5	10.7
Πολωνία	70.3	43.0	36.8	33.2	28.0	19.9	14.9	8.6
Σλοβακία	61.2	10.0	23.2	13.4	9.9	5.8	6.1	8.0
Ουγγαρία	35.0	23.0	22.5	18.8	28.2	23.6	18.3	14.3
Σλοβενία	117.7	201.3	32.3	19.8	12.6	9.7	9.1	8.6
Ρουμανία	170.2	210.4	256.1	136.8	32.3	38.8	154.7	59.1
Βουλγαρία	338.5	91.2	72.8	96.0	62.1	123.0	1,082.2	22.3
Ρωσία	92.6	1,460.2	840.0	307.0	197.5	47.8	14.8	27.6
Ουκρανία	91.2	1,210.0	5,371.0	891.0	376.8	80.2	15.9	10.6

Πηγή: Bank of Slovenia monthly bulletin; Άλλες-WIIW

## ΠΙΝΑΚΑΣ 6

### Ακαθάριστα αποθέματα μη συμπεριλαμβανομένου του χρυσού

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Μεξικό	9,863	17,726	18,942	25,110	6,278	16,847	19,433	28,797	31,799
Αργεντιν ή	4,592	6,005	9,990	13,791	14,327	14,288	18,104	2,230	24,752
Βραζιλία	7,441	8,033	22,521	30,604	37,070	49,708	58,323	50,827	42,580
Μεγάλη Βρετανία	35,850	41,890	36,640	36,780	41,010	42,020	39,900	32,320	32,210
Ιταλία	62,927	48,679	27,643	27,545	32,265	34,905	45,948	55,739	29,888
Σουηδία	17,988	18,331	22,624	19,050	23,254	24,051	19,107	10,824	14,098
Φινλανδί α	9,644.1	7,608.7	5,213.4	5,410.8	10,662	10,038.3	6,916.3	8,416.6	9,694.5
Νότια Κορέα	14,793	13,701.1	17,120.6	20,228.2	25,639.3	32,677.7	34,037.1	20,367.9	51,974.5
Ινδονησί α	7,459	9,258	10,449	11,263	12,133	13,708	1,8251	16,587	22,713
Μαλαισί α	9,754	10,886	17,228	27,249	25,423	23,774	27,009	20,788	25,559
Ταϋλάνδ η	13,305	17,517	20,359	24,473	29,332	35,982	37,731	26,179	28,825
Ρωσία				5,835	3,980.4	14,382.8	11,276.4	12,894.7	7,801.4
Κροατία	0	0	166.8	616.2	1,405	1,895.7	2,314	2,539.1	2,815.7

Πηγή: Ifs

## ΠΙΝΑΚΑΣ 7

### Λόγος M4 και αποθεμάτων δολαρίων

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Μεξικό	5.78	4.45	5.04	4.35	19.16	4.95	4.54	3.93	3.70
Αργεντινή	3.53	3.34	3.14	3.30	3.74	3.64	3.41	34.78	3.46
Βραζιλία	13.08	17.7	9.89	11.33	6.14	4.21	3.67	4.65	5.60
Μεγάλη Βρετανία	23.80	21.32	24.95	22.21	21.17	23.42	26.73	36.60	40.22
Ιταλία	10.07	13.38	23.90	19.41	16.29	14.67	12.18	9.81	18.80
Σουηδία	5.99	6.02	5.21	4.83	4.03	4.33	6.27	9.77	7.25
Φιλανδία	7.68	9.62	12.55	9.62	5.41	7.29	9.77	7.28	6.21
Νότια Κορέα	6.56	8.33	7.20	6.91	6.47	6.11	6.51	10.50	3.55
Ινδονησία	6.16	5.51	5.61	6.09	6.55	7.09	6.50	7.21	2.50
Μαλαισία	2.91	2.99	2.64	1.97	2.34	3.17	3.45	4.70	2.70
Ταϊλάνδη	4.58	4.11	4.10	4.04	3.84	3.69	3.90	5.29	3.99
Ρωσία				7.08	14.88	4.21	6.19	6.13	8.30
Κροατία				4.54	2.05	2.46	2.90	3.24	3.15

Πηγή:ifs



## ΠΙΝΑΚΑΣ 8

### Πραγματικές Συναλλαγματικές Ισοτιμίες

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Μεξικό	2.81	3.55	4.08	4.38	4.95	12.36	19.11	23.45	30.88
Αργεντινή	0.49	2.49	3.13	3.39	3.44	3.46	3.37	3.31	3.29
Βραζιλία	0.00	0.00	0.09	32.87	13,931.78	32,314.23	39,791.30	44,561.13	48,759.39
Μεγάλη Βρετανία	0.56	0.57	0.58	0.67	0.66	0.64	0.65	0.62	0.62
Ιταλία	1,198.10	1,265.60	1,281.74	1,660.50	1,726.15	1,785.36	1,707.48	1,877.71	1,924.01
Σουηδία	5.92	6.33	6.07	8.23	8.17	7.52	6.87	7.70	7.90
Φιλανδία	3.82	4.04	4.45	5.63	5.08	4.17	4.29	4.79	4.92
Νότια Κορέα	707.76	769.24	843.89	883.23	915.39	892.98	949.92	1,145.57	1,785.49
Ινδονησία	1,842.8	2,03	1,950.	1,971.	2,101.	2,121.	2,135.	1,917.	8,553.2
Μαλαισία	2.70	2.76	2.59	2.63	2.72	2.65	2.68	3.01	4.35
Ταϊλάνδη	25.11	25.8	26.00	26.06	26.50	27.01	28.26	36.06	50.61
Ρωσία			0.39	8.74	58.06	233.17	375.53	474.77	1,002.7
Κροατία	0.01	0.04	4.01	833.71	2,825.84	2,491.92	2,624.98	2,996.44	3,274.80

Πηγή:ifs